

**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**  
**INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

**MESTRADO EM: FINANÇAS**

**ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL NOS**  
**PERÍODOS DE RACIONAMENTO DE CRÉDITO:**  
**EVIDÊNCIA EMPÍRICA PARA PORTUGAL**

**LÚCIA COELHO TEIXEIRA**

**Orientação:** Professor Doutor Vítor Manuel Álvares Escária

**Júri:**

Presidente: Doutora Clara Patrícia Costa Raposo, professora catedrática do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Vogais: Doutora Margarida Paula Calado Neca Vieira de Abreu, professora auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Doutor Vítor Manuel Álvares Escária, professor auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

**Lisboa, Janeiro de 2012**



## RESUMO

A crise do *subprime* foi considerada, por muitos economistas, a contracção económica e financeira mais longa e profunda da economia mundial desde a década de 1930. Após um período de políticas de crédito mais liberais e generosas, em que os bancos não avaliavam correctamente o valor das garantias e a capacidade de reembolso dos credores, actualmente presencia-se um comportamento mais prudente destas instituições financeiras, impondo mais condicionantes e requisitos para conceder crédito à economia.

O presente trabalho pretende clarificar a questão de como as empresas portuguesas adequam a sua estrutura de capital nos períodos de racionamento de crédito bancário. A análise foi efectuada com dados em termos agregados e para as empresas do mercado de capitais português, de modo a comparar a evolução da estrutura de financiamento das empresas portuguesas, e perceber se a restrição de crédito bancário teve como efeitos a substituição dos empréstimos por outras fontes de financiamento, ou por outro lado, a desaceleração da actividade económica das empresas.

Os resultados permitem concluir que são as PME, as empresas de construção e as empresas sediadas em Lisboa que, em média, obtêm mais empréstimos bancários. Quando estes estão limitados, a fonte de financiamento alternativa é, regra geral, os outros débitos e créditos comerciais. Por sua vez, a resposta das empresas do PSI-20 foi a substituição deste, essencialmente, por instrumentos financeiros de curto prazo, mas nalguns casos, tal não foi suficiente e o crescimento dessas empresas diminuiu.

**Palavras-chave:** Alavancagem, Crédito Bancário, Estrutura de Capital, Portugal, Racionamento de Crédito

## ABSTRACT

The subprime crisis was considered by many economists the longest and deeper economic and financial contraction of the world economy since the 1930s. After a period of more liberal and generous credit policies, which banks did not evaluate correctly the value of collateral and the ability to repay of lenders, currently presence a more prudent behaviour of these financial institutions, imposing more constraints and requirements to grant credit to the economy.

This work aims to clarify the question of how Portuguese firms fit their capital structure in periods of rationing of bank credit. The analysis was made with data in aggregate terms and for companies in the Portuguese capital market, in order to compare the financing structure evolution of Portuguese firms and understand if the restriction of bank credit had as effects, the substitution of loans by other sources of financing or on the other hand, the deceleration of economic activity of enterprises.

The results allow to conclude that are the SMEs, the construction companies and the firms located in Lisbon that, on average, get more bank loans. When these are limited, the alternative source of financing is generally the other trade debts and credits. In turn, the response of the companies of PSI-20 was the replacement of this, mainly by short-term financial instruments, but in some cases, this was not enough and the growth of theses companies declined.

**Keywords:** Leverage, Bank Credit, Capital Structure, Portugal, Credit Rationing

## ÍNDICE

RESUMO .....	I
ABSTRACT .....	II
ÍNDICE.....	III
LISTA DE QUADROS .....	V
LISTA DE GRÁFICOS.....	V
 CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO.....	 1
 CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA .....	 4
2.1 Conceito de Estrutura de Capital .....	4
2.2 Teorias Explicativas da Estrutura de Capital.....	7
2.2.1. Modelos de Modigliani-Miller .....	7
2.2.2. Teoria do Efeito Fiscal .....	9
2.2.3. Teoria da Agência.....	10
2.2.4. Teoria dos Custos de Falência .....	11
2.2.5. Teoria da Pecking Order.....	12
2.2.6. Teoria do Ciclo de Vida.....	13
2.3 Determinantes da Estrutura de Capital .....	15
2.4 Impacto da Contracção de Crédito Bancário na Estrutura de Capital .....	22
 CAPÍTULO III – DADOS E METODOLOGIA.....	 25
3.1 Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal .....	25
3.2 Descrição dos Dados e Metodologia .....	27

CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	30
4.1 Evolução do Crédito por Dimensão Empresarial .....	30
4.2 Evolução do Crédito por Sector de Actividade Económica .....	32
4.3 Evolução do Crédito por Distribuição Regional .....	34
4.4 Evolução do Passivo por Tipo de Instrumento Financeiro.....	35
4.5 Evolução da Estrutura de Financiamento das Empresas do PSI-20 .....	38
 CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA.....	45
 BIBLIOGRAFIA .....	47
 ANEXOS .....	52
Anexo A: Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal .....	52
Anexo B: Empréstimos às SNF por Sector de Actividade Económica .....	53
Anexo C: Empréstimos às SNF por Distribuição Regional .....	55
Anexo D: Empréstimos às SNF por Tipo de Instrumento Financeiro.....	57
Anexo E: Estrutura de Financiamento das Empresas do PSI-20.....	59
Anexo F: Variação da Estrutura de Financiamento de algumas Empresas do PSI-20. .....	67

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Tipologia das Fontes de Financiamento.....	6
Quadro 2 - Evidência Empírica dos Determinantes da Alavancagem das Empresas.....	16
Quadro 3 - Delimitação dos Períodos de Restrições de Crédito.....	28
Quadro 4 - Empréstimos às SNF por Dimensão Empresarial .....	31
Quadro 5 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Dimensão Empresarial .....	31
Quadro 6 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Sector de Actividade Económica .....	33
Quadro 7 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Distribuição Regional .....	34
Quadro 8 - Estatísticas Descritivas dos Passivos das SNF por Tipo de Instrumento Financeiro .....	36
Quadro 9 - Taxa de Variação Trimestral dos Instrumentos Financeiros nos Períodos de Restrições de Crédito.....	37
Quadro 10 - Média e Desvio Padrão da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20....	39
Quadro 11 - Rácio da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20 .....	40

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal .....	26
Gráfico 2 - Variação Percentual da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20.....	39
Gráfico 3 - Peso da Dívida Não Corrente nas Empresas do PSI-20.....	41

## CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

As empresas têm de recorrer a diversas fontes de financiamento, umas de origem interna e outras de tipo externo, para poderem atender às necessidades dos seus clientes e exercerem a sua actividade económica. Assim, cada empresa terá a sua própria estrutura de financiamento, que especificamente lhe satisfará as suas necessidades financeiras e, em última instância, maximizará o seu valor de negócio.

Na literatura financeira, a estrutura de capital de uma empresa tem sido das questões mais discutidas ao longo das décadas. A sua essência remonta ao artigo de Modigliani e Miller (1958), em que estes autores defenderam que a forma de financiamento da empresa é irrelevante para o cálculo do seu valor, esta conclusão foi auferida pressupondo que os mercados financeiros são perfeitos. Brealey e Myers (1998) corroboraram desta ideia, afirmando que “o valor da totalidade do bolo não depende da forma como é cortado em fatias” (p. 991).

Subsequentemente, foram surgindo diversas teorias que tentaram explicar as decisões de financiamento das empresas, realçando as imperfeições dos mercados financeiros como factores determinantes do nível de endividamento das empresas, destaca-se as teorias do Efeito Fiscal, da Agência, dos Custos de Falência, da *Pecking Order* e do Ciclo de Vida.

Logo, a composição da estrutura financeira de uma empresa pode ser influenciada por determinantes específicos da empresa, tais como a dimensão, a tangibilidade dos activos, a rendibilidade, as oportunidades de crescimento e as vantagens fiscais não resultantes do endividamento, mas também por factores exógenos às empresas, como por exemplo, a oferta de crédito bancário.



Segundo o *National Bureau of Economic Research (NBER)*, desde o começo do século XXI até à actualidade já aconteceram duas recessões económicas mundiais, uma entre Março de 2001 e Novembro de 2001 (8 meses) e outra entre Dezembro de 2007 e Junho de 2009 (18 meses). Salienta-se a mais recente, intitulada de crise do *subprime*, originada no mercado americano, que rapidamente teve repercussões um pouco por todo o mundo, umas mais severas outras mais moderadas. A crise derivou da irresponsável concessão de crédito bancário, nomeadamente, as instituições financeiras concederam empréstimos a entidades sem credibilidade financeira e garantias de pagamento. Esses créditos individualmente eram considerados arriscados e ilíquidos, porém com as operações de securitização, tornavam-se colectivamente seguros e rentáveis. Contudo, com a sobrevalorização dos preços dos imóveis e das taxas de juro, rapidamente inúmeros indivíduos e empresas entraram em incumprimento das suas obrigações contratuais, daí até a crise se instalar nos mercados financeiros e nas economias de todo o mundo foi um ápice. Sucederam-se tempos de falência de algumas instituições financeiras, de queda das taxas de juro e da confiança dos investidores, em que os bancos passaram a adoptar uma estratégia mais cautelosa e moderada relativamente à concessão de empréstimos.

Deste modo, o presente estudo empírico tem como objectivo compreender como as empresas portuguesas adequam a sua estrutura de capital em função da oferta de crédito bancário, designadamente em épocas de racionamento de crédito. Para tal, observando a série da oferta de crédito bancário, delimitaram-se os períodos em que, potencialmente, ocorreram as restrições de empréstimos à economia, posteriormente, analisou-se a estrutura de financiamento das empresas, e por fim, tentou-se concluir se, nesses períodos, houve uma substituição do crédito por outras fontes de financiamento ou por outro lado, uma desaceleração da actividade económica das empresas.

O trabalho encontra-se organizado da seguinte forma. No capítulo II, apresenta-se uma breve revisão da literatura relevante, nomeadamente a exposição do conceito, das teorias e dos determinantes da estrutura de capital das empresas, bem como o impacto que a contracção da oferta de crédito bancário tem na estrutura de capital. O capítulo III expõe algumas tendências sobre a evolução da actividade económica, da capitalização bolsista e do crédito em Portugal e ainda, descreve a amostra e o procedimento do estudo empírico. Os resultados alcançados e a sua análise são expostos no capítulo IV. Por último, no capítulo V apresentam-se as principais conclusões, limitações e possíveis caminhos para investigação futura.

## **CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Conceito de Estrutura de Capital**

Apesar da vasta literatura publicada até ao momento com foco no conceito da estrutura de capital, este conceito não tem uma definição única, precisa e aceite por todos os investigadores, pelo contrário, assume diferentes significados consoante os vários autores.

De acordo com Brealey e Myers (1998), a estrutura de capital “é a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa” (p. 447). Baker e Wurgler (2002) entendem a estrutura de capital como a evolução do “resultado acumulado das tentativas passadas para abordar o mercado de capitais” (p. 27). No entanto, Peyrard (1992) e Keown et al. (1985) fazem distinção entre o conceito de estrutura de capital e o de estrutura financeira, entendem o primeiro como o financiamento de médio e longo prazo requerido pela empresa e, por sua vez, o outro como a composição de todo o passivo.

Assim, a grande questão presente na literatura é se existe ou não uma estrutura óptima de capital para as empresas. Em teoria, esta deverá ser a combinação dos recursos internos e externos da empresa que maximize o seu valor e minimize a ocorrência de problemas financeiros na empresa. A escolha das fontes e dos tipos de capitais, como argumentado por Soares et al. (2008), deve ser avaliada em função do nível de flexibilidade em termos de acesso, prazos, montantes e custos para a empresa, de forma a seleccionar a solução de endividamento mais vantajosa em função de determinada rendibilidade e risco para a empresa em questão.

Na prática, cabe ao gestor financeiro de cada empresa ajustar a sua estrutura de capital em função das características específicas da empresa e das condições financeiras

e económicas dos mercados em que se estabelecem, uma vez que, cada empresa deve ser tratada como um caso particular.

Genericamente, as empresas têm duas fontes de financiamento que podem recorrer para desenvolverem e financiarem as suas actividades, são os capitais próprios e/ou os capitais alheios. Segundo Soares et al. (2008), o financiamento por capitais alheios caracteriza-se por ter o reembolso e remuneração futuros previamente definidos contratualmente e ser relativamente certo, em consequência, estes financiadores têm um poder limitado sobre a administração da empresa. Por outro lado, o investimento por capitais próprios pressupõe que os investidores, para ganharem o direito de voto nas assembleias-gerais, prescindam do direito ao reembolso futuro e a uma remuneração fixada por contrato. Assim, conclui-se que a remuneração dos capitais próprios será sempre muito mais incerta do que a dos capitais alheios, uma vez que dependerá dos resultados futuros da empresa e poderá até mesmo ser residual (os dividendos só serão pagos após a empresa ter satisfeito todos os seus outros compromissos perante os credores).

Nos mercados financeiros, existem diversos instrumentos de financiamento, sendo que uns têm originalmente um prazo curto (inferior a um ano) e outros têm um horizonte temporal de médio/longo prazo (igual ou superior a um ano). As empresas recorrem a cada uma desta tipologia de fundos em função das suas necessidades de financiamento.

Segundo Bastardo (2000), para fazer face às necessidades financeiras de curto prazo (essencialmente as necessidades de exploração relacionadas com o fundo de maneio), as empresas têm à sua disposição uma panóplia de produtos de financiamento que vão desde os tradicionais produtos bancários, de que são exemplos o desconto de

letras/livranças, os empréstimos de curto prazo e as contas correntes caucionadas, até ao papel comercial e ao *factoring*.

Em contrapartida, os produtos de financiamento a médio/longo prazo mais comuns são os empréstimos obrigacionistas, o *leasing*, os aumentos do capital social e os empréstimos bancários. Estes instrumentos servem para financiar os projectos de investimento das empresas.

No quadro seguinte, sintetiza-se alguns dos tipos de financiamento em função da sua natureza e do seu horizonte temporal. Este é um resumo da tipologia das fontes de financiamento, constatando-se claramente uma maior diversidade das fontes externas. Por outro lado, os capitais de origem interna caracterizam-se por terem uma natureza mais estável e serem oriundos quer da própria actividade da empresa (autofinanciamento), quer de entradas de capital por parte dos accionistas/sócios (através de empréstimos, prestações suplementares ou subscrição de capital).

**Quadro 1 - Tipologia das Fontes de Financiamento**

		Natureza da Fonte	
		Interna	Externa
Horizonte Temporal	Curto Prazo		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contas Correntes Caucionadas</li> <li>• Desconto Letras/Livranças</li> <li>• Empréstimos Bancários</li> <li>• <i>Factoring</i></li> <li>• Papel Comercial</li> </ul>
	Médio / Longo Prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentos do Capital Social</li> <li>• Auto-Financiamento</li> <li>• Prestações Suplementares</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Empréstimos Bancários</li> <li>• Empréstimos Obrigacionistas</li> <li>• <i>Leasing</i></li> </ul>

Fonte: Baseado em Soares et al. (2008), p. 143.

Além do financiamento por capitais próprios e por capitais alheios, existem ainda instrumentos designados como híbridos, que possuem características intermédias entre

as fontes de financiamento genéricas. São exemplos destes instrumentos, as acções preferenciais sem direito a voto, as obrigações convertíveis, as obrigações com *warrants* e a dívida subordinada.

## **2.2 Teorias Explicativas da Estrutura de Capital**

A problemática da estrutura de capital tem sido um tema recorrente na investigação empírica realizada na área financeira. Este conceito tem sido discutido e alvo de elevada atenção ao longo dos tempos, particularmente após a publicação do trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (MM) em 1958. Sucederam-se diversas teorias, com o intuito de apreciar, completar ou até mesmo criticar este artigo, designadamente, realçando as imperfeições dos mercados de capitais, que MM encaravam como inexistentes. São exemplos destes casos, as Teorias do Efeito Fiscal, da Agência, dos Custos de Falência, da *Pecking Order* e do Ciclo de Vida, entre outras. Estes serão os modelos da estrutura de capital desenvolvidos subsequentemente.

### **2.2.1. Modelos de Modigliani-Miller**

O artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* de MM (1958) estabeleceu a base do pensamento moderno sobre a estrutura de capital. Este modelo assenta na condição dos mercados financeiros perfeitos, conclui que a estrutura de capitais de uma empresa não influencia o valor desta, ou seja, é indiferente a composição da estrutura de financiamento decidida por uma empresa, esta fornecerá sempre o mesmo valor.

A Teoria de MM está fundamentada num conjunto de pressupostos, nomeadamente: o endividamento ilimitado e sem risco de incumprimento; a inexistência de impostos, custos de falência, custos de agência e custos de transacção; a presença de informação

perfeita; a existência de expectativas homogéneas dos investidores. Estas condições são consideradas simples, excessivamente rígidas e distantes da realidade, o que promoveu o aparecimento de outras teorias que flexibilizaram algumas das hipóteses, de modo a adequar melhor o modelo ao universo financeiro das empresas dos nossos dias.

Sob estas hipóteses, MM derivaram três proposições básicas a respeito da avaliação dos títulos das empresas e da política de investimento óptima. A primeira define que “o valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização da sua rendibilidade esperada à taxa adequada para a sua classe” (MM, 1958, p. 268). A segunda proposição enuncia que para aferir o custo de capital de uma empresa alavancada é necessário adicionar, ao custo de capital de uma empresa não endividada, um prémio de risco financeiro. Por último, afirmam que um investimento não é afectado pelo tipo de título usado para financiar essa oportunidade.

Esta perspectiva considera que o custo de capital é igual à taxa de juro das obrigações, independentemente de os fundos serem adquiridos através de instrumentos da dívida ou por meio de novas emissões de acções ordinárias. Em suma, a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante.

Em 1963, com a publicação do artigo *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital*, MM admitiram que erraram ao não considerarem na análise muitos factores determinantes na decisão da estrutura de capital. Como tal, entenderam que a análise devia ser ampliada, de modo a incluir o efeito dos impostos e do risco da dívida.

Abandonaram a hipótese de irrelevância da política de endividamento, assumindo que o uso de capitais alheios proporciona um benefício fiscal, por via da poupança fiscal inerente ao pagamento de juros, que permite aumentar o valor da empresa. Assim, segundo esta perspectiva, a estrutura óptima de capital é atingida quando a empresa é financiada na totalidade por capitais alheios. Este modelo revelou-se inadequado à

realidade empresarial, servindo principalmente como fundamento para a Teoria do Efeito Fiscal, posteriormente desenvolvida por Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980).

### **2.2.2. Teoria do Efeito Fiscal**

O modelo de Miller (1977) considerou igualmente o efeito dos impostos na estrutura de capital. Para além dos impostos sobre os lucros das empresas, acrescentou à análise os impostos sobre os rendimentos das pessoas singulares. Na medida, em que a decisão de investimento dos particulares é influenciada pela tributação que incide sobre as aplicações financeiras, isto é, a procura de produtos financeiros vai ser influenciada pelo regime fiscal mais favorável para os agentes económicos.

Em virtude disto, os gestores aquando da determinação da estrutura de capital da empresa têm de tomar em consideração a carga fiscal que os futuros investidores vão ter de suportar no projecto. Mediante isto, a empresa deve remunerar o instrumento financeiro com o regime de carga fiscal superior com uma taxa mais elevada, de modo a compensar o diferencial dos regimes aplicados às diferentes aplicações financeiras.

Em conclusão, Miller (1977) defende que “mesmo num mundo no qual os pagamentos de juros são integralmente dedutíveis no cálculo do imposto de rendimento da empresa, o valor da empresa, em equilíbrio, continuará a ser independente da sua estrutura de capital” (p. 262).

DeAngelo e Masulis (1980) consideram o modelo de Miller muito irrealista e extremamente sensível a alterações na legislação fiscal. Introduzindo as vantagens fiscais não resultantes do endividamento, de que são exemplos as deduções de depreciações ou os créditos fiscais de investimento, concluíram que, em equilíbrio



“cada empresa tem uma única decisão de alavancagem interna óptima” (p. 27), depois de tomados em conta todos os ajustamentos do lado da oferta.

### **2.2.3. Teoria da Agência**

Uma outra teoria, a teoria da Agência, foi proposta nos anos 70. Esta teoria considera o *trade-off* entre os benefícios fiscais e os custos de agência. Estes custos surgem do conflito existente entre o principal (accionistas) e o agente (gestores), nomeadamente, quando este último age em função de interesses próprios, ao invés de defender a maximização do valor da empresa e, consequentemente, os interesses financeiros dos detentores da propriedade das empresas. Por vezes, os gestores chegam a manipular e ocultar informação financeira e estratégica relevante da empresa aos accionistas.

Para colmatar estes problemas de agência, existem dispositivos que podem condicionar as acções dos gestores, tais como, a definição da remuneração destes em função do seu desempenho financeiro na empresa ou o recurso ao endividamento externo. Estas medidas disciplinam as acções dos agentes, em termos de eficiência na gestão da empresa. Designadamente, no primeiro caso, os gestores ao serem eficientes podem auferir maiores proveitos com o seu cargo e no segundo caso, são obrigados a criar, pelo menos, os fundos suficientes para o pagamento do serviço da dívida, de modo a garantir a sustentabilidade da empresa.

Esta nova corrente da literatura foi iniciada por Jensen e Meckling (1976), que defenderam que o comportamento dos gestores dependerá da natureza dos direitos de propriedade especificados nos contratos, sendo que esta conduta será tão mais eficiente, quanto maior a proporção do capital detida pelo gestor da empresa. Concluíram ainda,

que é através da minimização dos custos totais de agência que a empresa consegue alcançar a estrutura óptima de capital.

De acordo com Jensen (1986), o financiamento externo reduz os recursos e o poder do gestor e não permite o crescimento da empresa para além do tamanho ideal. Harris e Raviv (1990) acrescentaram que, a dívida tem ainda o benefício de produzir “informações que podem ser utilizadas pelos investidores para avaliar as principais decisões operacionais” (p. 321) da empresa. Estes factos reduzem os custos de agência e podem conduzir à estrutura de financiamento óptima.

#### **2.2.4. Teoria dos Custos de Falência**

A teoria dos custos de falência considera que a estrutura óptima de capital de uma empresa é o resultado do confronto entre os ganhos fiscais e os custos de falência. Estes custos podem ocorrer por via directa ou indirecta, o primeiro tipo de custos consagra os custos legais e administrativos decorrentes do processo de falência, o segundo as dívidas e oportunidades perdidas com os colaboradores da empresa (fornecedores, clientes, estado, bancos, investidores). As empresas suportarão de forma diferenciada estes custos, em função das suas características e tipos de negócios.

Scott (1976) apresentou um modelo de avaliação da empresa que incorpora os custos de falência. Este modelo é formalmente idêntico ao proposto por MM, quando a probabilidade de falência é zero. No entanto, persistem diferenças entre os dois métodos. Scott (1976) acrescentou o facto de que “um aumento no nível de endividamento também aumenta a probabilidade de ocorrência dos custos de falência” (p. 44) e concluiu que o nível de endividamento óptimo é “uma função crescente do valor de liquidação dos activos da empresa, da taxa de imposto sobre as empresas e do tamanho da empresa” (p. 50).

Contrariamente, Warner (1977) sugere que as pequenas empresas são as que mais sofrem com os custos de falência, na medida que, estes custos são numa proporção maior do valor do seu activo. Por sua vez, Myers (1993) defende que esta teoria não ajuda a explicar as decisões da empresa, “é na melhor das hipóteses um guia fraco para o comportamento médio” (p. 93).

### **2.2.5. Teoria da Pecking Order**

A presença de informação assimétrica nos mercados financeiros fundamentou o início de uma nova teoria da estrutura de capital – a teoria da *pecking order* (ordem de preferência). Em consequência destes problemas de informação assimétrica, dos diferentes custos de financiamento das várias fontes de capital e das oportunidades de crescimento da empresa, apareceu esta teoria que advoga que a selecção das fontes de financiamento deve seguir uma hierarquia, ordenada de forma crescente, em termos do risco dos títulos.

Segundo esta teoria, as empresas devem financiar as suas oportunidades de investimento, primeiramente, por financiamento interno (autofinanciamento). Posteriormente, caso o financiamento externo seja necessário, preferir recorrer aos empréstimos e só, em situações ocasionais e inevitáveis, apelar à emissão de acções. Uma vez que, como argumentado por Myers e Majluf (1984), estas emissões têm um maior impacto nos preços do que as emissões de dívida e, consequentemente, tenderão a ser relativamente mais caras face às emissões de títulos seguros, como sugeriu Myers (1984).

Estes autores demonstraram que, quando é anunciada uma emissão de acções, em média, o preço destas diminui, ou seja, as informações transmitidas aos investidores são más. Assim, o momento ideal para esta emissão será, quando estes agentes

sobrevalorizam o valor da empresa. Por outro lado, a decisão de recompra de ações propaga “boas notícias” para os accionistas, pois o preço das ações deverá aumentar.

As alterações na estrutura de capital transmitem informações aos investidores e Myers (1993) acrescenta que estes podem beneficiar mais disso, quando as empresas emitem títulos seguros, pois tal “minimiza a vantagem de informação do gestor” (p. 87). Contudo, a óptica dos gestores é diferente, como constataram Soares et al. (2008), estes tendem a evitar “a disciplina e falta de flexibilidade financeira que resulta da emissão de dívida” (p. 165).

Segundo Myers e Majluf (1984), as empresas devem aproveitar para criar flexibilidade financeira, nos períodos em que a assimetria de informação entre os agentes é pequena, por meio da emissão de ações ou através da restrição dos dividendos. Todavia, estas ações não podem ser realizadas sem ponderar intensamente os interesses dos accionistas, nomeadamente, quando os fluxos de caixa operacionais da empresa não conseguem fazer face às suas necessidades. Mediante isto, a empresa deve renunciar a bons investimentos se tem de financiá-los com títulos de risco, pois pode pôr em causa a sustentabilidade da empresa.

#### **2.2.6. Teoria do Ciclo de Vida**

As empresas, ao longo da sua existência, atravessam diversas etapas de necessidades e recursos, nomeadamente, porque os mercados não são estáticos e estão em constante evolução, provocando efeitos na estrutura de capital das empresas. Posto isto, as suas estratégias e políticas de financiamento deverão ser ajustadas em função da fase do ciclo da vida que a empresa defronta no seu mercado.

O ciclo de vida de uma empresa compreende quatro fases: lançamento, crescimento, maturidade e declínio. A primeira fase de introdução e promoção do produto/serviço

prestado caracteriza-se por muitas necessidades de financiamento iniciais, crescimento lento das vendas e lucros diminutos. Predominantemente, esta é a fase em que as empresas mais recorrem às diversas fontes de financiamento.

Decorrido este momento inicial de aceitação do público, as empresas devem aproveitar os seus recursos ao máximo para atrair e fidelizar ainda mais clientes e investidores, diferenciando-se dos seus concorrentes. Se levarem a “bom porto” estas acções, as empresas entram num estágio de acelerado crescimento das vendas e dos lucros, dotando-se mais rapidamente de fundos que podem ser empregues em melhorias ou expansões do produto ou pagamento de compromissos mais arriscados.

Na fase da maturidade, acontece a estabilização e fixação de posições no mercado. Neste caso, as vendas estabilizam, os lucros diminuem e os custos também reduzem, é a ocasião ideal para as empresas saldarem dívidas pendentes com os seus investidores e credores.

A última fase corresponde a fase de declínio das vendas e dos lucros, acompanhada pela redução dos custos, as empresas não devem emitir títulos com risco, pois não sabem se conseguem cumprir com as suas responsabilidades financeiras, sem entrarem em incumprimento.

Outra característica, que também terá repercussões na estrutura de capital da empresa, é a sua reputação em honrar os seus compromissos de financiamento, esta será tanto maior, quanto mais longa for a experiência a liquidar as suas dívidas sem atrasos.

Em concordância com isto, Harris e Raviv (1991) constataram que “as empresas com registos longos irão ter menores taxas de incumprimento e menores custos da dívida do que as empresas com históricos curtos” (p. 305). Precedentemente, Diamond (1989) tinha extraído as mesmas conclusões, que melhor reputação de crédito nos mercados financeiros implicava melhores condições de financiamento para as empresas.

Myers (1993) acrescenta que “as empresas maduras que exploram principalmente activos tangíveis devem pedir mais emprestado, outros aspectos constantes, do que as empresas em crescimento” (p. 82). Nomeadamente, a tangibilidade dos activos é um dos vastos determinantes da estrutura de financiamento relatados na literatura, que vão ser abordados, de forma sucinta, no subcapítulo subsequente.

### **2.3 Determinantes da Estrutura de Capital**

Inerente às teorias expostas anteriormente estão, implícitos ou explícitos, diversos determinantes que condicionam e fundamentam a escolha da estrutura de capital de cada empresa. Ao longo dos últimos anos, este tema tem sido recorrente na literatura financeira, havendo inúmeros estudos que procuram identificar estes factores determinantes, com base em amostras de diferentes países.

Os determinantes mais comuns e mais testados da estrutura de capital das empresas têm sido os seguintes: dimensão, tangibilidade dos activos, rendibilidade, oportunidades de crescimento e vantagens fiscais não resultantes do endividamento. Além destes, excepcionalmente, também foram testados outros factores, com o intuito de determinar a sua influência sobre a alavancagem da empresa, tais como o valor da garantia, estrutura de propriedade, volatilidade dos lucros, posse de *rating*, risco de negócio, singularidade do produto, performance do preço das acções, rácios de liquidez e o sector de actividade, entre outros. Contudo, presentemente só serão debatidos os primeiros determinantes enunciados, expondo o comportamento mais significativo e com maior suporte literário entre cada determinante e a alavancagem da empresa, e ainda, alguns desvios dos estudos a essa correlação mais observada.

Há que ressaltar que os resultados que vão ser apresentados, seguidamente, devem ser analisados com cautela, visto que algumas disparidades nos estudos podem ser

explicadas pelo ambiente económico e institucional, práticas contabilísticas e sistema fiscal do país em que cada empresa actua, bem como pelos diferentes horizontes espaciais e temporais considerados pelos autores. Assim, para analisar a evidência empírica dos determinantes da alavancagem, foi escolhida uma amostra de dez artigos, fundamentada por critérios de diversificação geográfica e de quantidade de relações estudadas. A sua caracterização em função da população (países), período (anos), dimensão (n.º de empresas) e o resumo dos resultados encontrados, para cada um dos cinco determinantes definidos, estão expostos no quadro seguinte.

**Quadro 2 - Evidência Empírica dos Determinantes da Alavancagem das Empresas**

Determinante	Estudo (Ano)	População	Período	Dimensão	Relação Observada
Dimensão	Titman e Wessels (1988)	EUA	1974-1982	469	+
	Rajan e Zingales (1995)	G7 (a)	1987-1991	4.557	+
	Ozkan (2001)	Reino Unido	1986-1996	390	+
	Heshmati (2001)	Suécia	1994-1997	2.261	-
	Nivorozhkin (2004)	Rep. Checa e Bulgária	1993-1997	1.263	+
	Drobetz e Wanzenried (2006)	Suíça	1991-2001	90	+
	Couto e Ferreira (2009)	Portugal	2000-2007	20	+
	Gomes (2010)	Países Europeus (b)	2004-2008	3.320	-
	Akhtar (2005)	Austrália (c)	1992-2001	4.287	+
	Supanvanij (2006)	Países Asiáticos (d)	1991-1996	292	+
Tangibilidade dos Activos	Titman e Wessels (1988)	EUA	1974-1982	469	<b>n.s.</b>
	Rajan e Zingales (1995)	G7 (a)	1987-1991	4.557	+
	Ozkan (2001)	Reino Unido	1986-1996	390	<b>n.e.</b>
	Heshmati (2001)	Suécia	1994-1997	2.261	+
	Nivorozhkin (2004)	Rep. Checa e Bulgária	1993-1997	1.263	-
	Drobetz e Wanzenried (2006)	Suíça	1991-2001	90	+
	Couto e Ferreira (2009)	Portugal	2000-2007	20	+
	Gomes (2010)	Países Europeus (b)	2004-2008	3.320	+
	Akhtar (2005)	Austrália (c)	1992-2001	4.287	+
	Supanvanij (2006)	Países Asiáticos (d)	1991-1996	292	+
Rendibilidade	Titman e Wessels (1988)	EUA	1974-1982	469	-
	Rajan e Zingales (1995)	G7 (a)	1987-1991	4.557	-
	Ozkan (2001)	Reino Unido	1986-1996	390	-
	Heshmati (2001)	Suécia	1994-1997	2.261	-
	Nivorozhkin (2004)	Rep. Checa e Bulgária	1993-1997	1.263	-
	Drobetz e Wanzenried (2006)	Suíça	1991-2001	90	-
	Couto e Ferreira (2009)	Portugal	2000-2007	20	-
	Gomes (2010)	Países Europeus (b)	2004-2008	3.320	-
	Akhtar (2005)	Austrália (c)	1992-2001	4.287	-
	Supanvanij (2006)	Países Asiáticos (d)	1991-1996	292	<b>n.s.</b>

**Quadro 2 – Evidência Empírica dos Determinantes da Alavancagem das Empresas**

<b>Determinante</b>	<b>Estudo (Ano)</b>	<b>População</b>	<b>Período</b>	<b>Dimensão</b>	<b>Relação Observada</b>
<b>Oportunidades de Crescimento</b>	Titman e Wessels (1988)	EUA	1974-1982	469	<b>n.s.</b>
	Rajan e Zingales (1995)	G7 (a)	1987-1991	4.557	-
	Ozkan (2001)	Reino Unido	1986-1996	390	-
	Heshmati (2001)	Suécia	1994-1997	2.261	-
	Nivorozhkin (2004)	Rep. Checa e Bulgária	1993-1997	1.263	<b>n.e.</b>
	Drobetz e Wanzenried (2006)	Suíça	1991-2001	90	-
	Couto e Ferreira (2009)	Portugal	2000-2007	20	<b>n.s.</b>
	Gomes (2010)	Países Europeus (b)	2004-2008	3.320	<b>n.s.</b>
	Akhtar (2005)	Austrália (c)	1992-2001	4.287	<b>n.e.</b>
	Supanvanij (2006)	Países Asiáticos (d)	1991-1996	292	<b>n.s.</b>
<b>Vantagens Fiscais não resultantes do Endividamento</b>	Titman e Wessels (1988)	EUA	1974-1982	469	<b>n.s.</b>
	Rajan e Zingales (1995)	G7 (a)	1987-1991	4.557	<b>n.e.</b>
	Ozkan (2001)	Reino Unido	1986-1996	390	-
	Heshmati (2001)	Suécia	1994-1997	2.261	-
	Nivorozhkin (2004)	Rep. Checa e Bulgária	1993-1997	1.263	<b>n.e.</b>
	Drobetz e Wanzenried (2006)	Suíça	1991-2001	90	<b>n.e.</b>
	Couto e Ferreira (2009)	Portugal	2000-2007	20	-
	Gomes (2010)	Países Europeus (b)	2004-2008	3.320	<b>n.s.</b>
	Akhtar (2005)	Austrália (c)	1992-2001	4.287	<b>n.s.</b>
	Supanvanij (2006)	Países Asiáticos (d)	1991-1996	292	<b>n.e.</b>

Fonte: Elaboração Própria.

NOTA: (+) relação positiva; (-) relação negativa; (**n.s.**) relação não significativa; (**n.e.**) relação não estudada.

(a) E.U.A., Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá.

(b) Alemanha, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Itália, Noruega, Portugal, Reino Unido e Suécia.

(c) Empresas nacionais e multinacionais australianas.

(d) Empresas asiáticas e multinacionais que investiram nos países asiáticos.

A evidência empírica não é uniforme, quanto ao impacto que a dimensão tem sobre a alavancagem da empresa. Porém, a relação mais frequentemente encontrada nos estudos enunciados anteriormente é de tipo positiva, ou seja, as grandes empresas, em geral, por serem mais diversificadas em termos de risco, por terem melhor acesso ao endividamento e por falirem menos frequentemente, conseguem-se financiar no mercado do capital alheio com taxas de juro mais favoráveis, o que significa, em última instância, que estas empresas tendem a ter um maior nível de endividamento do que as pequenas empresas.

A inconsistência deste resultado ocorre no estudo de Rajan e Zingales (1995), onde eles constataram uma relação negativa entre o tamanho e a alavancagem das empresas alemãs, uma justificação para este facto é a menor assimetria de informação nas grandes



empresas alemãs, fazendo com que estas apelem menos ao endividamento. Esta distinção também foi verificada nas empresas suecas, Heshmati (2001) explicou-a em função das fases de crescimento da empresa, designadamente, esta recorrerá ao capital alheio para fazer face ao crescimento inicial, contudo, nas fases subsequentes financiar-se-á através dos lucros gerados internamente, diminuindo a alavancagem da empresa. Identicamente, Gomes (2010) apurou um significativo relacionamento negativo para as empresas da Bélgica, Finlândia, Noruega e Suécia, este resultado está em conformidade com a teoria da *Pecking Order*.

Outra relação negativa descoberta foi entre a dimensão e o endividamento de curto prazo, no estudo de Titman e Wessels (1988), ou seja, as pequenas empresas tendem a usar significativamente mais dívida de curto prazo, em comparação com as grandes empresas. Estes autores concluíram, ainda, que as pequenas empresas “são particularmente sensíveis a temporárias recessões económicas” (p. 14).

As conclusões dos estudos indicam que a estrutura do activo, mais especificamente a tangibilidade dos activos, tem um efeito positivo no endividamento da empresa, nomeadamente, uma maior proporção de activos tangíveis no balanço da empresa, pode corresponder a um maior nível de dívida, sobretudo de médio e longo prazo. Isto acontece porque, este tipo de activo desempenha o papel de colateral nos empréstimos, o que reduz os custos de agência dos intermediários financeiros, proporcionando uma maior capacidade de endividamento à empresa. Conforme, Myers (1984) afirma “o nível de endividamento é determinado não apenas pelo valor e risco dos activos da empresa, mas também pelo tipo de activos que detêm” (p. 586). Assim, a alavancagem da empresa aumentará à medida que a tangibilidade dos activos também aumente, todavia quanto mais estreitos, forem os laços de relacionamentos entre a empresa e os credores, menos garantias serão exigidas por estes últimos.

Contrariamente, alguns estudos sugeriram uma significativa relação negativa, este comportamento surgiu na República Checa, na Bulgária (Nivorozhkin (2004)), em Portugal, na Noruega (Gomes (2010)) e nas multinacionais que fazem negócios na Ásia (Supanvanij (2006)). Estes autores fundamentaram que as empresas tendem a combinar a duração do tipo de activos com a das responsabilidades obrigacionistas que possuem. Usualmente, há um predomínio do financiamento de curto prazo, em parte, consequência da maior escassez, nestes mercados, de endividamento de longo prazo. Titman e Wessels (1988) e Akhtar (2005) não apuraram nenhum relacionamento significativo entre este determinante e a alavancagem, respectivamente, das empresas americanas e das multinacionais australianas.

Comparando todos os resultados dos estudos, a rentabilidade é o factor que mais consenso gerou entre os determinantes apontados. O efeito negativo sobre a alavancagem da empresa é quase unânime, consistente com a já exposta teoria da *Pecking Order*, isto é, as empresas mais rentáveis são aquelas que sentem menor necessidade em endividar-se, aproveitam os lucros retidos para se financiar internamente. Rajan e Zingales (1995) acrescentam ainda que “a influência negativa da rentabilidade sobre a alavancagem deve tornar-se mais forte, à medida que o tamanho da empresa aumenta” (p. 25).

As ressalvas encontradas a esta evidência foram no artigo de Supanvanij (2006), designadamente, com a excepção das empresas japonesas, os resultados não comprovaram nenhuma relação significativa nos países asiáticos. Similarmente, Rajan e Zingales (1995) não demonstraram nenhum relacionamento significativo para as empresas alemãs e francesas. Contudo, as conclusões para o Reino Unido contestam esta coerência de resultados, uma vez que, expõem uma relação positiva entre a rentabilidade e a alavancagem da empresa. Este acontecimento pode ser fundamentado

pela dominância do capital próprio como fonte de financiamento externo das empresas inglesas.

Em relação às oportunidades de crescimento, os resultados sugerem que o montante de dívida emitido por uma empresa é inversamente relacionado com este determinante. Esta relação pode ser explicada por diversos factores, particularmente, as empresas com grande potencial de crescimento futuro têm maior flexibilidade de escolha dos investimentos, o que pode acarretar maiores custos de agência, na medida que, estas podem optar por investimentos mais arriscados ou por outro lado, deixar passar os investimentos mais rentáveis. Outra explicação é a perspectiva de sustentabilidade futura, isto é, as empresas devem conter a capacidade de endividamento em baixo risco, para não comprometer o financiamento dos investimentos futuros. Assim, as empresas com maiores oportunidades de crescimento devem aproveitar para emitir novas acções, usufruindo do aumento do valor da empresa, o que permite diminuir o endividamento.

Nem todos os estudos constataram uma relação significativa para este determinante, por exemplo, maioritariamente, Titman e Wessels (1988), Couto e Ferreira (2009), Gomes (2010) e Supanvanij (2006) não encontraram nenhuma influência desta variável na alavancagem das empresas. Porém, os autores destes dois últimos estudos apuraram uma ligação negativa entre as oportunidades de crescimento e a dívida de curto prazo para as empresas francesas, gregas, italianas, inglesas e japonesas.

Entre os determinantes estudados, as vantagens fiscais não resultantes do endividamento têm a relação mais ambígua com o endividamento. Por um lado, são consideradas, em geral, negativamente correlacionadas com a alavancagem, na medida em que, estas deduções fiscais actuam como substitutas das deduções fiscais dos juros, ou seja, quando maior o nível das vantagens fiscais não resultantes do endividamento, menor será o incentivo da empresa em aumentar a sua alavancagem. Por outro lado, há

quem defenda que a influência é do tipo positiva, como constatou Gomes (2010) na França, Alemanha, Itália, Portugal e Suécia, justificando que os maiores níveis de depreciação e créditos fiscais gerados da posse de activos tangíveis, bem como as maiores garantias exequíveis, como referido anteriormente, podem proporcionar maior grau de endividamento junto das instituições financeiras. Existem ainda, estudos que não constatarem nenhum relacionamento significativo, são os casos de Titman e Wessels (1988), de Gomes (2010) para os restantes países e de Akhtar (2005).

Como mencionado anteriormente, a decisão da estrutura de capital de uma empresa não é apenas influenciada por estes referidos factores endógenos, produto das características específicas de cada uma das empresas, mas também por factores de índole exógena, como por exemplo, a oferta de crédito bancário. De acordo com Farinha e Marques (2001), esta oferta depende “do nível total dos depósitos realizados pelo sector privado com os bancos, da taxa de inflação como uma medida de incerteza na economia, bem como das taxas de juro dos empréstimos e das obrigações” (p. 10).

Como é óbvio, a oferta de empréstimos não é uma série constante ao longo do tempo, designadamente, atravessa por períodos mais expansionistas e por outros mais contraccionistas, ao ritmo das variações dos factores mencionados. Será, essencialmente, em consequência destes últimos, que as empresas podem sofrer modificações na sua estrutura de capital, sendo que o maior impacto vai-se repercutir sobre as empresas com um maior grau de dependência dos bancos, particularmente as pequenas e médias empresas (PMEs). Assim, na ausência de recurso ao financiamento bancário e em virtude da menor dimensão, menor rentabilidade e menor reputação financeira, estas empresas, geralmente, não conseguem financiar-se por via de fontes de financiamento alternativas. Esta situação, como Nóbrega (2005) argumentou, é justificada pelos custos superiores não suportáveis de emissão no mercado primário e

pelos problemas de informação assimétrica mais acentuados nestas empresas. Estes últimos problemas, conforme Stiglitz e Weiss (1981) demonstraram, estão relacionados com o fenómeno de racionamento de crédito, que vai ser explicado no ponto que se segue.

## **2.4 Impacto da Contracção de Crédito Bancário na Estrutura de Capital**

Como Drobetz e Wanzenried (2006) alegaram, “a intuição económica sugere que a posição da economia na fase do ciclo económico é um determinante importante do risco de incumprimento e, logo, das decisões de financiamento” (p. 943). Acrescentaram ainda que, tanto o ritmo como a extensão em que as alterações da estrutura de capital acontecem, são dependentes das condições macroeconómicas do país onde as empresas estão estabelecidas.

Assim, se as perspectivas económicas são positivas, as empresas ajustam a sua estrutura de capital mais facilmente e com maior frequência, contrariamente, nos períodos recessivos, o ajustamento deve ser feito menos frequentemente, mas com maiores magnitudes. Estes últimos períodos são caracterizados por uma contracção generalizada da actividade económica, aumento do desemprego e da taxa de juro, redução da produção, do investimento e dos preços, bem como pelo enfraquecimento da posição financeira de alguns bancos, podendo mesmo ocorrer a falência das instituições financeiras mais fracas.

Particularmente, como a rendibilidade expectável de um empréstimo concedido por um banco é uma função decrescente do grau de risco dos mutuários, conforme Stiglitz e Weiss (1981) afirmaram, quando as taxas de juro e os requisitos de garantias são aumentados, também o grau de risco da carteira de empréstimos do banco pode aumentar por duas razões, ou desencoraja os investidores mais credíveis e seguros ou

incentiva os devedores mais audazes a agirem de forma mais arriscada, investindo em actividades mais incertas. Deste modo, para mitigar estes problemas de informação assimétrica, tanto do tipo de selecção adversa como do tipo de risco moral, as instituições financeiras apelam ao racionamento de crédito, de forma a melhorar a diferenciação dos futuros mutuários, em função da sua reputação financeira de reembolso do empréstimo.

A discussão em torno deste assunto tem sido de grande intensidade, estando Stiglitz e Weiss (1981) entre os autores mais impulsionadores deste tema. Estes autores definiram duas circunstâncias em que existe racionamento de crédito no mercado, quando: “(a) entre agentes económicos que aparentam ter as mesmas condições, uns conseguem obter créditos enquanto outros não, e estes últimos não conseguiriam obter os créditos mesmo que estivessem dispostos a pagar uma taxa de juro superior; ou (b) existem grupos de indivíduos numa população que, com um dado volume de oferta de crédito, não conseguem obter crédito a nenhuma taxa de juro, embora com uma maior quantidade de oferta de crédito já conseguiriam” (p. 394/395). Em suma, o racionamento de crédito ocorre por duas vias, ou através do aumento da taxa de juro ou limitando a quantidade de crédito concedido.

Portanto, quando uma economia é sujeita ao racionamento de crédito, serão as pequenas empresas e as menos transparentes que mais efeitos sofreram, uma vez que, os bancos, nestas circunstâncias, deverão privilegiar posições de maior liquidez e de menores riscos. Stiglitz e Weiss (1981) acrescentaram ainda, que em vez de limitar o número de empréstimos concedidos, as instituições financeiras deveriam era “limitar o tamanho de cada empréstimo, ou fazer a taxa de juro cobrada uma função crescente da amplitude do empréstimo” (p. 409).

Até ao presente momento, foi exposto como a estrutura de capital da empresa reage aos factores endógenos e exógenos a que está sujeita. Os próximos capítulos destinam-se a analisar esta última evolução, empiricamente, a partir de dados da economia portuguesa, em termos agregados e para as empresas do mercado financeiro português, o *Portuguese Stock Index-20* (PSI-20).

## **CAPÍTULO III – DADOS E METODOLOGIA**

### **3.1 Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal**

Para alguns economistas, o início do século XXI é caracterizado por uma grande recessão da economia portuguesa, no entanto, o Produto Interno Bruto (PIB) português têm evidenciado esta evolução, nomeadamente, só entre 2002/2003 e 2008/2009. Para outros, o que tem acontecido é uma estagnação económica do PIB, a mais longa desde o final da 2ª Guerra Mundial e estes preferem intitulá-la como a pior crise económica portuguesa dos últimos 60 anos.

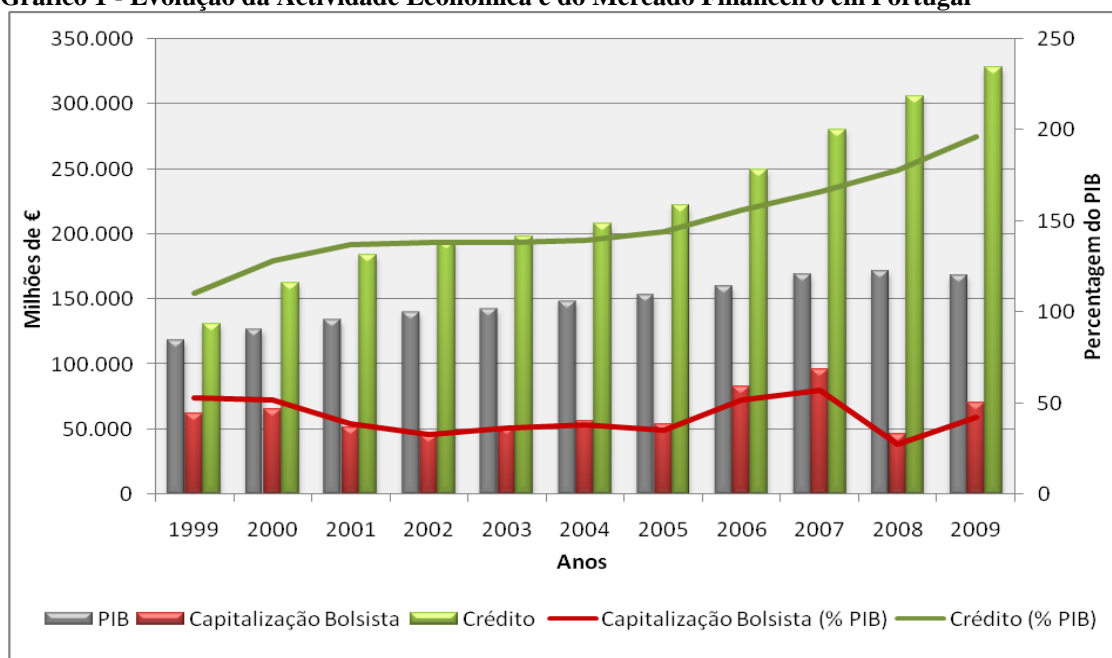
Além da evolução da actividade económica, também se analisou alguns indicadores da tendência da evolução do mercado financeiro português, distinguindo entre o mercado de capital e o de crédito<sup>1</sup>. No primeiro tipo de mercado, não há intermediação financeira e os contratos, por serem mais genéricos, padronizados e transmissíveis entre terceiros, podem ser negociados em mercados secundários, o que permite aos investidores aumentarem o lucro ou realizarem liquidez. Contrariamente, o mercado de crédito é um financiamento indirecto, é necessária a presença de intermediários financeiros, que como referido por Abreu et al. (2007), combinem os desejos dos mutuantes com as preferências dos mutuários, neste caso, os contratos são individualizados e as obrigações resultantes do acordo não são transferíveis.

O comportamento do PIB, durante o período de 1999 a 2009, bem como a evolução e a importância dos mercados de capital e de crédito, através da capitalização bolsista e do crédito concedido à economia, respectivamente, em milhões de euros e em percentagem do PIB, estão expressos no gráfico que se segue.

---

<sup>1</sup> Ver os dados no Anexo A.



**Gráfico 1 - Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal**

Fonte: Elaboração Própria.

NOTA: PIB – Produto interno bruto a preços de mercado, recolhido no INE;

Capitalização Bolsista e Capitalização Bolsista (% PIB) – Preço da acção vezes o número de acções em circulação. Não inclui as empresas de investimento, fundos mútuos, ou outros veículos de investimento colectivo, recolhido no World Bank; Crédito e Crédito (% PIB) – Soma do crédito fornecido pelo sector bancário, recolhido no World Bank.

O PIB, em termos nominais, tem tido sempre um crescimento positivo, exceptuando o ano de 2009, que registou um crescimento negativo de 1,97%, sendo que, ao longo destes onze anos, a taxa de crescimento média do PIB português, avaliada a preços constantes, foi de 0,87%, o que permite concluir que, a actividade económica portuguesa não se contraiu, mas pelo contrário, o seu crescimento tem sido relativamente baixo.

Ao longo do período em análise, a capitalização bolsista tem tido um comportamento irregular, apresentando tanto altas variações positivas como elevadas variações negativas. O mercado de capital teve o seu auge no ano de 2007, registando quase 100.000 milhões de euros de valor de mercado e representando aproximadamente 58% do PIB. A taxa de crescimento média da capitalização de mercado, deste período, foi de 1,15% e o peso da capitalização bolsista no PIB, em média, foi de 42,10%.

Por último, o mercado de crédito teve o comportamento mais uniforme, o seu crescimento foi sempre positivo, crescendo, em média, a uma taxa de 8,72%, durante os

anos em análise. Porém, pode-se reconhecer dois períodos, em que potencialmente houve restrições de crédito, entre 2002 e 2005 e desde 2008 até 2009, nos quais a variação anual foi inferior a variação média. O mercado de crédito tem uma importância muito superior relativamente ao mercado de capital, em média, este mercado representa 148,45% do PIB, sendo que em 2009 o seu peso é quase 200% do PIB, este resultado é justificado pela superior influência e dominância do sector bancário no financiamento da economia.

Até o presente momento, a concessão de crédito bancário foi examinada para toda a economia, no subcapítulo e capítulo seguinte, vai analisar-se a evolução do crédito concedido exclusivamente às Sociedades Não Financeiras (SNF), e mais tarde, a evolução da estrutura financeira das empresas do PSI-20.

### 3.2 Descrição dos Dados e Metodologia

Para procurar evidência da alteração da estrutura de capital das empresas portuguesas, nos períodos de restrições de crédito bancário, são utilizados dados financeiros retirados das contas nacionais financeiras do Banco de Portugal. A amostra de dados é composta por informações trimestrais, desde Dezembro de 2002 até Junho de 2011 e unicamente acerca do crédito concedido às SNF.

A primeira etapa da análise é determinar os períodos de restrição de crédito, para tal, calcula-se a taxa de variação dos empréstimos para cada trimestre, através da fórmula expressa em seguida:

$$Taxa\ de\ Variação_t = \Delta_t = \frac{(Empréstimos_t - Empréstimos_{t-1})}{Empréstimos_{t-1}} \times 100 \text{ (Equação 1)}$$

A partir destes valores, é calculado o limiar que servirá de referência para delimitar os períodos de restrição de crédito às SNF, este será a taxa de variação média dos empréstimos, determinada como:

$$\text{Taxa de Variação Média} = \bar{\Delta} = \frac{1}{n} \left( \sum_{t=1}^n \text{Taxa de Variação}_t \right) \quad (\text{Equação 2})$$

Na posse destes resultados, vamos considerar como períodos em que potencialmente aconteceu restrições de crédito, todos aqueles que respeitarem esta condição:

$$\text{Restrição de Crédito} = \Delta_t < \bar{\Delta} \quad (\text{Equação 3})$$

No quadro que se sucede, estão expostos estes resultados.

**Quadro 3 - Delimitação dos Períodos de Restrições de Crédito**

Data	Empréstimos a SNF	$\Delta$	Data	Empréstimos a SNF	$\Delta$
31-12-2002	84.440		30-06-2007	104.389	3,94%
31-03-2003	84.310	-0,15%	30-09-2007	106.501	2,02%
30-06-2003	84.925	0,73%	31-12-2007	109.488	2,80%
30-09-2003	84.814	-0,13%	31-03-2008	113.165	3,36%
31-12-2003	86.164	1,59%	30-06-2008	116.520	2,96%
31-03-2004	87.093	1,08%	30-09-2008	119.017	2,14%
30-06-2004	86.318	-0,89%	31-12-2008	121.169	1,81%
30-09-2004	86.594	0,32%	31-03-2009	121.907	0,61%
31-12-2004	87.219	0,72%	30-06-2009	123.364	1,20%
31-03-2005	87.305	0,10%	30-09-2009	122.771	-0,48%
30-06-2005	89.830	2,89%	31-12-2009	122.387	-0,31%
30-09-2005	90.248	0,47%	31-03-2010	122.470	0,07%
31-12-2005	91.841	1,77%	30-06-2010	123.776	1,07%
31-03-2006	93.104	1,38%	30-09-2010	122.997	-0,63%
30-06-2006	95.597	2,68%	31-12-2010	118.993	-3,26%
30-09-2006	96.643	1,09%	31-03-2011	119.524	0,45%
31-12-2006	98.010	1,41%	30-06-2011	119.225	-0,25%
31-03-2007	100.431	2,47%			

Fonte: Elaboração Própria.

NOTA: Empréstimos a SNF – Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a SNF. Inclui créditos cedidos em operações de titularização, não inclui créditos abatidos ao activo. Valores em milhões de euros, recolhidos no Banco de Portugal.

$\Delta$  - Taxa de Variação, calculada como descrito na equação 1.

As áreas sombreadas do quadro são os períodos em que se constata a condição da equação 3. Deste modo, vão ser quatro períodos considerados como potenciais

restrições de crédito bancário: de Março de 2003 a Setembro de 2003; de Junho de 2004 a Março de 2005; de Setembro de 2009 a Março de 2010 e de Setembro de 2010 a Junho de 2011. Fora da análise futura, ficaram o trimestre de Setembro de 2005 e o de Março de 2009, por serem trimestres isolados de restrição de empréstimos.

A remanescente investigação subdivide-se em três fases. Na primeira, analisa-se a evolução do crédito bancário às SNF por dimensão, por Classificação de Actividades Económicas (CAE) e por região (NUTS II). O objectivo é perceber se, a restrição de crédito tem tido influência no tamanho ou no sector ou na região em que a empresa se estabelece, e ainda saber quais os CAE ou as regiões que contraem mais ou menos empréstimos.

Numa segunda etapa, decompõe-se o passivo financeiro das SNF, pretendendo clarificar se, nos períodos de restrição de crédito bancário, as outras fontes de financiamento tiveram uma variação positiva, ou seja, se na falta de oferta de crédito bancário, as SNF recorreram a fontes alternativas de capital.

Por último, é feita a evolução do endividamento das empresas do PSI-20, com dados anuais extraídos dos Relatórios e Contas Consolidadas destas empresas para o período de 2008 a 2010. Nesta análise, são excluídas as instituições financeiras cotadas, por serem estas as responsáveis pela concessão de crédito à economia. Assim, o estudo incidirá sobre 16 empresas nacionais<sup>2</sup>.

O capítulo seguinte dedica-se a debater todas as questões aqui mencionadas.

---

<sup>2</sup> Estas são a Altri, Brisa, Cimpor, EDP, EDP Renováveis, Galp Energia, Jerónimo Martins, Mota-Engil, Portucel, Portugal Telecom, REN, Semapa, Sonae, Sonaecom, Sonae Indústria e a ZON.

## **CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Neste capítulo, apresenta-se todos os resultados das análises efectuadas com os dados do crédito para o total das SNF e os da estrutura de financiamento para as empresas do PSI-20. Para uma melhor e clara exposição dos resultados, este capítulo vai ser dividido em cinco subcapítulos, que serão a evolução do crédito das SNF por classificação de dimensão empresarial, por sector de actividade económica e por distribuição regional, a evolução do passivo das SNF por tipo de instrumento financeiro e a evolução da estrutura de financiamento das empresas do PSI-20.

### **4.1 Evolução do Crédito por Dimensão Empresarial**

A análise do crédito das SNF, em termos de dimensão empresarial (classificação feita em concordância com a Recomendação da Comissão relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, de 6 de Maio de 2003), será circunscrita apenas a 10 trimestres de resultados, nomeadamente, porque os dados só estão disponibilizados de Março de 2009 a Junho de 2011. Estes valores estão patentes no Quadro 4 e a sua análise têm de ser vista sempre em termos agregados, uma vez que representam o stock do crédito concedido a cada tipo de empresa.

Inicialmente, recalculou-se os potenciais períodos de restrição de crédito, aplicando o mesmo raciocínio que atrás enunciado, no entanto, para uma amostra de dados mais curta. Os períodos não se modificaram muito, coincidindo, em grande parte, com os definidos no capítulo 3. Os valores dos empréstimos, tanto para as PME's como para as Grandes Empresas acompanham estas épocas de restrições. O grupo das Grandes Empresas sofreu restrições de crédito superiores, em comparação com o stock total das PME's, as mais elevadas aconteceram em Setembro de 2009 e Dezembro de 2010, sendo

que a partir deste trimestre até Junho de 2011, o stock total dos empréstimos para os dois grupos de empresas está abaixo da média do período em análise.

**Quadro 4 - Empréstimos às SNF por Dimensão Empresarial**

Data	Total	$\Delta$	PMEs	$\Delta$	Grandes Empresas	$\Delta$
31-03-2009	121.907		94.534		16.997	
30-06-2009	123.364	1,20%	95.224	0,73%	17.949	5,60%
30-09-2009	122.771	-0,48%	95.236	0,01%	17.397	-3,08%
31-12-2009	122.387	-0,31%	94.896	-0,36%	17.058	-1,95%
31-03-2010	122.470	0,07%	94.475	-0,44%	17.204	0,86%
30-06-2010	123.776	1,07%	95.079	0,64%	17.382	1,03%
30-09-2010	122.997	-0,63%	94.107	-1,02%	17.520	0,79%
31-12-2010	118.993	-3,26%	92.232	-1,99%	16.092	-8,15%
31-03-2011	119.524	0,45%	92.571	0,37%	16.323	1,44%
30-06-2011	119.225	-0,25%	92.342	-0,25%	16.030	-1,80%

Fonte: Elaboração Própria.

NOTA: Total – Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a SNF. Inclui créditos cedidos em operações de titularização, não inclui créditos abatidos ao activo. Valores em milhões de euros, recolhidos no Banco de Portugal. PMEs – Empresas que o número de pessoas ao serviço < 250 e cujo o volume de negócios ≤ 50 milhões de euros ou o balanço total anual ≤ 43 milhões de euros. As sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) não são consideradas. Valores em milhões de euros, recolhidos no Banco de Portugal.

Grandes Empresas – Empresas que o número de pessoas ao serviço ≥ 250 e cujo o volume de negócios > 50 milhões de euros ou o balanço total anual > 43 milhões de euros. As sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) não são consideradas. Valores em milhões de euros, recolhidos no Banco de Portugal.

$\Delta$  - Taxa de Variação, calculada como descrito na equação 1.

No quadro que se segue, são apresentadas algumas estatísticas descritivas destes dados.

**Quadro 5 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Dimensão Empresarial**

	Total	PMEs	Grandes Empresas
Média (M€)	121.741,4	94.069,6	16.995,2
Mediana (M€)	122.428,5	94.504,5	17.131,0
Desvio-padrão	1800,83	1219,45	644,89
Curtose	-1,238	-1,323	-0,943
Assimetria	-0,741	-0,754	-0,412
Mínimo (M€)	118.993	92.232	16.030
Máximo (M€)	123.776	95.236	17.949
Peso (%)	-	84,70	15,30
Variação Média (%)	-0,24	-0,26	-0,58
N.º Períodos de Restrições	5	4	4

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

NOTA: M€ - Valores em milhões de euros.

Em termos agregados, constata-se que as PME's têm maior volatilidade nos valores de crédito, o seu desvio padrão é superior ao das Grandes Empresas. O valor máximo dos empréstimos das PME's e das Grandes Empresas é registado em Setembro de 2009 e

Junho de 2009 e o mínimo em Dezembro de 2010 e Junho de 2011, respectivamente. Nos períodos de restrição do crédito, foram as Grandes Empresas que sofreram maior impacto, variando os seus empréstimos em -14,18% contra os -3,61% das PME's.

O valor total do crédito é, em média, 85% concedido para as PME's e apenas 15% para as Grandes Empresas. Este facto é justificado pela estrutura empresarial que subsiste em Portugal, onde o número das PME's prevalece, designadamente, em 2008, estas representaram 99,7% do número de sociedades do sector não financeiro, asseguraram 72,5% do emprego nacional, foram responsáveis por 57,9% do volume de negócios gerado na economia portuguesa<sup>3</sup>, e como já mencionado, a fonte principal de financiamento destas empresas é, regra geral, o crédito bancário.

#### **4.2 Evolução do Crédito por Sector de Actividade Económica**

A agregação do crédito concedido por sectores de actividade económica para as empresas não financeiras, foi realizada de acordo com a CAE rev.3 definida no Decreto-Lei n.º 381/2007, de 14 de Novembro, tendo sido consideradas 19 secções diferentes<sup>4</sup>.

Mais uma vez, em termos agregados, a secção F (Construção) é a que, durante o período em análise, têm, em média, mais empréstimos, tendo atingindo o stock máximo no trimestre de Junho de 2009 (27.776 milhões de euros), em oposição a secção P (Educação) é a que, em média, recebeu menos crédito, o stock mínimo ocorreu no trimestre de Março de 2004 (329 milhões de euros). Estas secções têm, respectivamente, o maior (22,52%) e menor peso médio (0,42%), isto pode ser fundamentado pela grandeza das necessidades financeiras específicas destas secções, o sector de construção requer maiores recursos financeiros para exercer a sua actividade. Relativamente à dispersão dos valores em absoluto, é a secção L (Actividades Imobiliárias) que registou

---

<sup>3</sup> Estes valores foram obtidos nos Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas (2008) do INE.

<sup>4</sup> Ver os dados no Anexo B.

o maior desvio padrão, contrariamente, a secção B (Indústrias Extractivas) é a que teve menor variabilidade dos valores, isto acontece devido à maior volatilidade inerente ao negócio imobiliário, sendo a actividade das indústrias extractivas mais estável. Todos estes resultados mencionados estão descritos no quadro seguinte.

**Quadro 6 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Sector de Actividade Económica**

	Total	Secção A	Secção B	Secção C	Secção D	Secção E	Secção F	Secção G	Secção H	Secção I
Média (M€)	103.501	1.518	483	14.579	1.842	1.180	23.311	15.418	7.346	3.804
Mediana (M€)	100.431	1.375	475	14.462	1.506	1.321	23.562	15.458	6.978	3.742
Desvio-padrão	15.413,52	386,12	24,69	1.205,62	692,37	502,91	3.144,83	1.149,05	1.454,49	1.234,60
Curtose	-1,767	-1,580	-1,265	-1,491	-1,160	-1,320	-1,221	-1,612	-1,004	-1,237
Assimetria	0,096	0,299	0,120	0,105	0,746	-0,442	-0,286	-0,142	0,540	0,341
Mínimo (M€)	84.310	1.022	442	12.846	1.108	359	17.788	13.688	5.294	2.091
Máximo (M€)	123.776	2.124	523	16.371	3.083	1.820	27.776	17.129	10.171	6.096
Peso (%)	-	1,47	0,47	14,09	1,78	1,14	22,52	14,90	7,10	3,68
Variação Média (%)	1,03	2,18	0,20	0,29	2,68	5,03	0,98	0,49	1,11	3,22
N.º Restrições	16	18	16	18	17	24	15	15	14	17

	Secção J	Secção K - Grupo 642	Secção L	Secção M	Secção N	Secção P	Secção Q	Secção R	Secção S	Outras Actividades
Média (M€)	1.181	8.638	13.587	4.412	2.631	438	1.439	851	819	25
Mediana (M€)	1.100	8.109	13.674	4.544	2.618	415	1.344	839	752	3
Desvio-padrão	206,09	1.625,81	3.164,84	708,89	354,99	84,39	500,91	347,18	146,54	34,51
Curtose	-1,012	-1,420	-1,611	-1,302	-1,513	-1,477	-1,364	-1,589	0,273	0,458
Assimetria	0,527	0,254	-0,125	0,055	0,057	0,352	0,219	-0,019	1,185	1,327
Mínimo (M€)	881	6.137	8.646	3.251	2.051	329	749	360	649	0
Máximo (M€)	1.568	11.397	17.518	5.702	3.180	580	2.279	1.308	1.207	103
Peso (%)	1,14	8,35	13,13	4,26	2,54	0,42	1,39	0,82	0,79	0,02
Variação Média (%)	0,03	0,95	1,86	1,44	0,25	1,37	3,37	3,47	-0,06	20,07
N.º Restrições	17	17	16	18	16	15	18	17	14	28

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

NOTA: Secção A - Agricultura, Produção Animal, Caça, Floresta e Pesca; Secção B - Indústrias Extractivas; Secção C - Indústrias Transformadoras; Secção D - Electricidade, Gás, Vapor, Água Quente e Fria e Ar Frio; Secção E - Captação e Distribuição de Água, Saneamento e Gestão de Resíduos; Secção F - Construção; Secção G - Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos; Secção H - Transportes e Armazenagem; Secção I - Alojamento, Restauração e Similares; Secção J - Actividades de Informação e de Comunicação; Secção K - Grupo 642 - Actividades de Sociedades Gestoras de Participações Sociais; Secção L - Actividades Imobiliárias; Secção M - Actividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares; Secção N - Actividades Administrativas e dos Serviços de Apoio; Secção P - Educação; Secção Q - Actividades de Saúde Humana e de Apoio Social; Secção R - Actividades Artísticas, de Espectáculos, Desportivas e Recreativas; Secção S - Outras Actividades de Serviços; Outras Actividades.

M€ - Valores em milhões de euros.

Por fim, analisando os períodos de restrições de crédito para as secções, conclui-se que a secção que maior quebra sofreu nos seus empréstimos (-23,66%), ao longo destes



trimestres, foi a secção H (Transportes e Armazenagem)<sup>5</sup>. Em relação ao período total, a secção E (Captação e Distribuição de Água, Saneamento e Gestão de Resíduos) teve a maior taxa de variação média (5,03%), passando por 24 trimestres de restrição, pelo contrário, a secção S (Outras Actividades de Serviços) atravessou por 14 trimestres restritivos de crédito, tendo uma taxa de variação média de -0,06%.

### 4.3 Evolução do Crédito por Distribuição Regional

A caracterização dos empréstimos em função da localização regional da sede das empresas foi agregada, de acordo com a nomenclatura de unidades territoriais para fins estatísticos (NUTS), definida no Decreto-Lei n.º 244/2002, de 5 de Novembro<sup>6</sup>. Deste modo, serão examinadas sete regiões diferentes, estando os resultados desta análise no quadro que se segue.

**Quadro 7 - Estatísticas Descritivas dos Empréstimos às SNF por Distribuição Regional**

	Total	Norte	Centro	Lisboa	Alentejo	Algarve	Açores	Madeira	Não Identificada
Média (M€)	103.501,4	27.289,3	15.476,9	46.295,9	4.012,1	4.040,3	1.572,8	4.806,7	7,2
Mediana (M€)	100.431,0	26.086,0	15.089,0	45.299,0	3.826,0	3.842,0	1.431,0	4.853,0	5,0
Desvio-padrão	15.413,52	4.264,08	2.801,56	4.601,05	1.001,84	1.456,55	507,95	1.004,36	7,20
Curtose	-1,767	-1,738	-1,666	-1,712	-1,492	-1,667	-1,503	-1,166	-1,608
Assimetria	0,096	0,194	0,025	0,178	0,189	0,007	0,406	-0,487	0,300
Mínimo (M€)	84.310	22.121	11.493	40.614	2.668	1.988	965	3.014	0
Máximo (M€)	123.776	33.439	19.150	53.040	5.539	5.898	2.421	5.932	19
Peso (%)	-	26,37	14,95	44,73	3,88	3,90	1,52	4,64	0,01
Variação Média (%)	1,03	0,98	1,44	0,55	2,20	3,28	2,79	1,85	-8,51
N.º Restrições	16	18	16	18	16	17	19	20	9

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

NOTA: M€ - Valores em milhões de euros.

Em termos agregados, observa-se que as empresas da região de Lisboa são as que, regra geral, recebem mais empréstimos com um stock médio de 46.295,9 milhões de euros, tendo alcançado o máximo em Junho de 2009 (53.040 M€), correspondente a um peso médio de 44,73%, em oposição, a região dos Açores registou os valores mais

<sup>5</sup> Ver os dados no Anexo B.

<sup>6</sup> Ver os dados no Anexo C.

inferiores, um mínimo de 965 milhões de euros a Dezembro de 2002 e um stock médio de 1.572,8 milhões de euros, o que corresponde a um peso médio do crédito nacional de 1,52%. Na ordenação das regiões, abaixo da de Lisboa, segue-se a região do Norte com um peso médio de 26,37% e a região do Centro com um valor de 14,95%, todas as restantes regiões têm um peso inferior a 5%. No que toca à dispersão dos valores, também são as regiões de Lisboa e Açores que se destacam com a maior e menor variabilidade, respectivamente.

A região da Madeira foi a que teve mais trimestres considerados como potencialmente de restrição de crédito, com um total de 20, por sua vez, as regiões do Centro e do Alentejo foram as que assinalaram menos períodos de restrição (16 trimestres). Em relação à taxa de variação média, a região do Algarve é que possuiu a maior (3,28%) e por seu lado, a região de Lisboa a menor (0,55%). Quando a análise abrange apenas os períodos de restrições de crédito, constata-se que são as empresas lisboetas, as mais condicionadas na oferta de empréstimos<sup>7</sup>.

#### **4.4 Evolução do Passivo por Tipo de Instrumento Financeiro**

Neste subcapítulo, apresenta-se a evolução do passivo das SNF repartido por cinco diferentes tipos de instrumento financeiro<sup>8</sup>, sendo a análise sobre o comportamento da estrutura de financiamento das SNF nos períodos de restrições de crédito, a rubrica das Reservas Técnicas de Seguros, não será considerada, por se tratar, essencialmente, de provisões técnicas criadas de acordo com a legislação, para cobrir eventuais compromissos contratuais da empresa com os seus trabalhadores.

Em termos agregados, constata-se que o passivo das SNF é composto, em média, por 44,67% de acções e outras participações e 41,42% de empréstimos, estas são as

---

<sup>7</sup> Ver os dados no Anexo C.

<sup>8</sup> Ver os dados no Anexo D.

primordiais fontes de financiamento das empresas não financeiras. Durante o período em análise, o stock médio das acções e outras participações foi de 168.265,1 milhões de euros, tendo em Dezembro de 2007 alcançado o stock máximo de 190.401 M€, em contraste, os outros débitos e créditos são o instrumento financeiro com o menor peso no passivo (6,29%), tendo um stock médio de 23.699,2 milhões de euros. Estes resultados estão expostos no próximo quadro.

**Quadro 8 - Estatísticas Descritivas dos Passivos das SNF por Tipo de Instrumento Financeiro**

	<b>Total</b>	<b>Títulos excepto Acções</b>	<b>Empréstimos</b>	<b>Acções e Outras Participações</b>	<b>Reservas Técnicas de Seguros</b>	<b>Outros Débitos e Créditos</b>
Média (M€)	376.726,9	26.577,4	156.043,5	168.265,1	2.141,4	23.699,2
Mediana (M€)	373.066,5	24.047,0	147.949,0	172.966,0	1.950,0	23.240,0
Desvio-padrão	44.139,52	9.051,21	19.501,18	16.250,52	522,12	3.133,35
Curtose	-1,240	-1,587	-1,635	-0,634	1,170	3,077
Assimetria	-0,008	0,141	0,306	-0,639	1,454	1,573
Mínimo (M€)	304.704	15.011	131.350	133.823	1.534	19.198
Máximo (M€)	448.258	39.491	183.763	190.401	3.413	33.064
Peso (%)	-	7,05	41,42	44,67	0,57	6,29
Variação Média (%)	1,18	2,84	1,02	1,09	2,85	1,56
N.º Restrições	18	20	20	12	21	18

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

NOTA: M€ - Valores em milhões de euros.

Conclui-se ainda que, os empréstimos foram os que sofreram maior variabilidade, ao longo do período em estudo, no entanto, registaram a menor taxa de variação média por trimestre (1,02%), em oposição, os valores dos outros débitos e créditos foram os que variaram menos e os dos títulos excepto acções foram os que obtiveram a maior taxa de variação média por trimestre (2,84%).

Seguidamente, examina-se a evolução destes instrumentos financeiros nos potenciais períodos de restrições de crédito anteriormente delimitados. Nestes treze trimestres, em que os empréstimos variaram abaixo da sua taxa média, o que se verificou foi uma variação acima da média das acções e outras participações em quase todos os trimestres em análise, exceptuando-se três períodos em que todos os instrumentos financeiros estiveram abaixo da taxa média, foram Setembro de 2003, Março de 2005 e Março de 2011. Em Março de 2005, os títulos excepto acções

desviaram-se deste comportamento generalista e tiveram um acréscimo de 10,44%, o que equivaleu a um aumento do stock de 1.761 milhões de euros. Em relação aos outros débitos e créditos, houve sete trimestres em que cresceram abaixo da taxa média, no entanto, também registaram aumentos bem superiores à taxa média, tais como em Junho de 2004 (11,58%, correspondeu a um aumento do stock de 2.662M€), em Dezembro de 2009 (14,60%, o que equivaleu a um aumento do stock de 3.316M€) e em Dezembro de 2010 (14,03%, correspondeu a um aumento do stock de 4.052M€). Todos estes resultados estão apresentados no quadro subsequente.

**Quadro 9 - Taxa de Variação Trimestral dos Instrumentos Financeiros nos Períodos de Restrições de Crédito**

Data	Títulos excepto Acções	Empréstimos	Acções e Outras Participações	Outros Débitos e Créditos
31-03-2003	-6,97%	0,73%	1,28%	-5,27%
30-06-2003	2,37%	0,35%	3,89%	7,67%
30-09-2003	-3,60%	0,83%	0,83%	0,78%
30-06-2004	4,63%	0,15%	1,37%	11,58%
30-09-2004	-0,59%	0,05%	1,39%	-6,30%
31-12-2004	4,14%	-1,26%	2,58%	3,61%
31-03-2005	10,44%	-1,10%	0,49%	-10,47%
30-09-2009	-0,33%	0,27%	4,26%	-7,52%
31-12-2009	-3,78%	0,85%	1,61%	14,60%
31-03-2010	1,21%	-0,60%	2,25%	-2,03%
30-09-2010	0,91%	0,12%	2,11%	7,75%
31-12-2010	-0,19%	-0,09%	1,33%	14,03%
31-03-2011	2,02%	-0,50%	0,83%	0,41%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

NOTA: As áreas sombreadas correspondem aos períodos em que a taxa de variação trimestral foi inferior à taxa de variação média do instrumento financeiro.

Pela análise destes períodos em que potencialmente ocorreram restrições de crédito, regra geral, os outros débitos e créditos comerciais foram os instrumentos financeiros que se destacaram como substitutos dos valores dos empréstimos obtidos, seguindo-se as acções e outras participações. As empresas, para cobrirem a quebra dos empréstimos, utilizaram o crédito comercial, em virtude deste instrumento ter menor risco, uma vez que, não está sujeito às flutuações dos mercados financeiros.

Até ao momento, todos os resultados apresentados concentraram-se no universo das SNF portuguesas, todavia o seguinte subcapítulo vai-se focar no comportamento da estrutura de financiamento de dezasseis empresas cotadas no mercado financeiro português, durante o período de 2008 a 2010.

#### **4.5 Evolução da Estrutura de Financiamento das Empresas do PSI-20**

Neste último subcapítulo, pretende-se avaliar a evolução e composição da dívida financeira das empresas do mercado financeiro português, como anteriormente mencionado, serão consideradas dezasseis empresas do PSI-20, uma vez que, as empresas financeiras foram excluídas da análise. Os resultados apresentados, em seguida, reportam-se aos dados recolhidos nos Relatórios e Contas Consolidadas para o período de 2008 a 2010<sup>9</sup>. Reformulando os potenciais períodos de restrição de crédito bancário, para uma periodicidade anual, deduziu-se que estes possam ter ocorrido entre 2009 e 2010.

Primeiramente, examinou-se a evolução da totalidade da dívida financeira das empresas em causa, em valores absolutos e em termos relativos. Ao longo dos três anos de estudo, houve algumas empresas que aumentaram sucessivamente o seu montante de endividamento, enquanto outras, em determinado período, tiveram uma diminuição das suas actividades de investimento, recorrendo em menor magnitude à dívida financeira.

Deste modo, neste período de análise, em valores absolutos, a EDP, a Portugal Telecom e a Brisa são, em média, as empresas mais endividadas, contrariamente à Sonaecom, à Portucel e à Sonae Indústria que, neste lote de empresas cotadas, possuem os menores valores de dívida financeira. Em relação à volatilidade dos valores da

---

<sup>9</sup> Ver os dados no Anexo E.

dívida, constata-se que esta é maior na estrutura de financiamento da EDP e menor na da Sonaecom.

**Quadro 10 - Média e Desvio Padrão da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20**

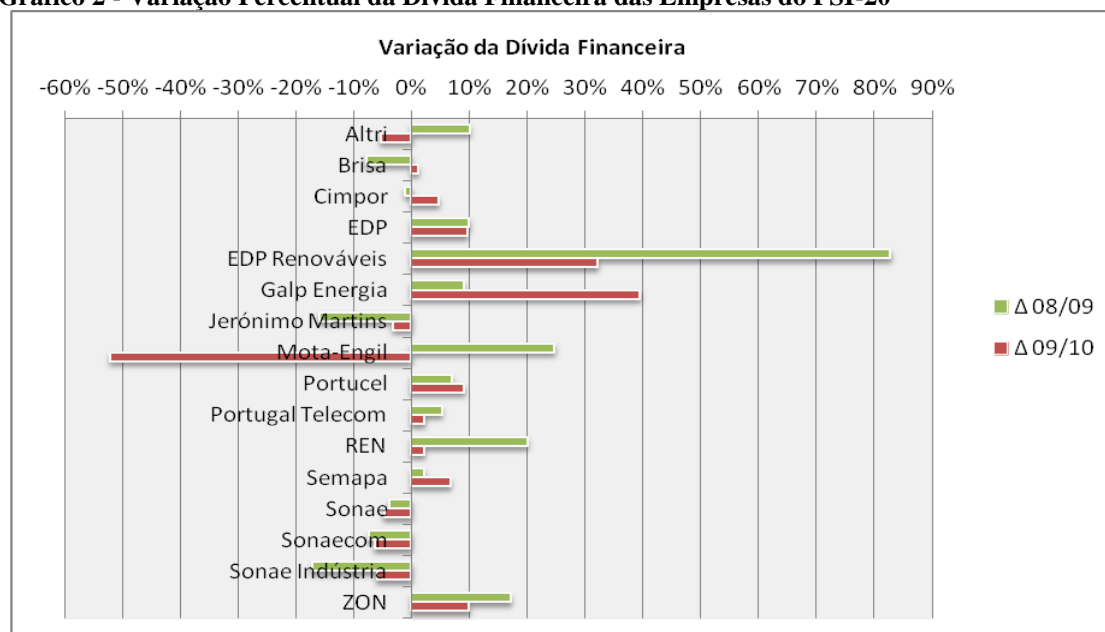
Empresa	Média	Desvio Padrão	Empresa	Média	Desvio Padrão
Altri	873.865	42.187	Portucel	758.742	59.246
Brisa	3.627.852	162.551	Portugal Telecom	6.982.735	261.046
Cimpor	2.130.428	51.030	REN	2.102.039	228.634
EDP	16.154.333	1.507.186	Semapa	1.339.767	61.107
EDP Renováveis	2.556.434	1.040.604	Sonae	3.249.493	141.227
Galp Energia	2.396.660	554.531	Sonaecom	360.370	25.435
Jerónimo Martins	927.311	105.140	Sonae Indústria	830.773	110.910
Mota-Engil	1.926.736	665.215	ZON	954.010	119.964

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados dos Relatórios e Contas Consolidadas.

NOTA: Os valores estão expressos em milhares de euros e reportam-se ao período de 2008 a 2010.

No quadro anterior, são representados os valores médios do período e respectivo desvio padrão em termos absolutos, no entanto, para entender melhor o comportamento da dívida em cada período, calculou-se a taxa de variação média anual de cada empresa, os resultados estão representados no gráfico seguinte.

**Gráfico 2 - Variação Percentual da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20**



Fonte: Elaboração Própria com base nos dados dos Relatórios e Contas Consolidadas.

Por intermédio deste gráfico, verifica-se que as empresas do estudo, em média, variaram mais durante o período de 2008/2009 (8,45%), em contraste com 2,50% em

2009/2010. As estruturas de financiamento da EDP, EDP Renováveis, Galp Energia, Portucel, Portugal Telecom, REN, Semapa e da ZON tiveram uma tendência crescente, ao longo de todo o período em análise, não registando nenhuma variação negativa. Pelo contrário, a Jerónimo Martins, Sonae, Sonaecom e a Sonae Indústria evidenciaram um decréscimo progressivo da dívida financeira, posteriormente, procura-se-á encontrar uma explicação para este facto. Acrescenta-se ainda que as variações ocorridas na dívida da EDP, Portucel, Portugal Telecom, Sonae e da Sonaecom foram, aproximadamente, na mesma proporção nos dois períodos. Em termos absolutos, a EDP registou as maiores variações da dívida de 1.466 M€ (2008/2009) e de 1.548 M€ (2009/2010), por sua vez, a Brisa e a Mota-Engil tiveram as maiores variações negativas do endividamento de 299 M€ (2008/2009) e 1.318 M€ (2009/2010), respectivamente.

Um indicador que permite auferir conclusões mais expressivas do endividamento das empresas é o rácio da dívida, medido como a relação entre a dívida financeira e o total do activo da empresa, indica em que proporção os activos da empresa são financiados por dívida. Assim, quanto maior for o rácio, maior é a alavancagem da empresa, aumentando o seu risco e reduzindo a sua flexibilidade financeira.

**Quadro 11 - Rácio da Dívida Financeira das Empresas do PSI-20**

Empresa	2008	2009	2010	Empresa	2008	2009	2010
Altri	75%	82%	73%	Portucel	29%	29%	31%
Brisa	68%	66%	58%	Portugal Telecom	49%	47%	48%
Cimpor	46%	42%	41%	REN	48%	71%	69%
EDP	41%	42%	44%	Semapa	39%	39%	39%
EDP Renováveis	16%	24%	28%	Sonae	46%	43%	41%
Galp Energia	30%	29%	33%	Sonaecom	20%	19%	18%
Jerónimo Martins	28%	29%	26%	Sonae Indústria	58%	50%	49%
Mota-Engil	55%	87%	35%	ZON	63%	66%	65%

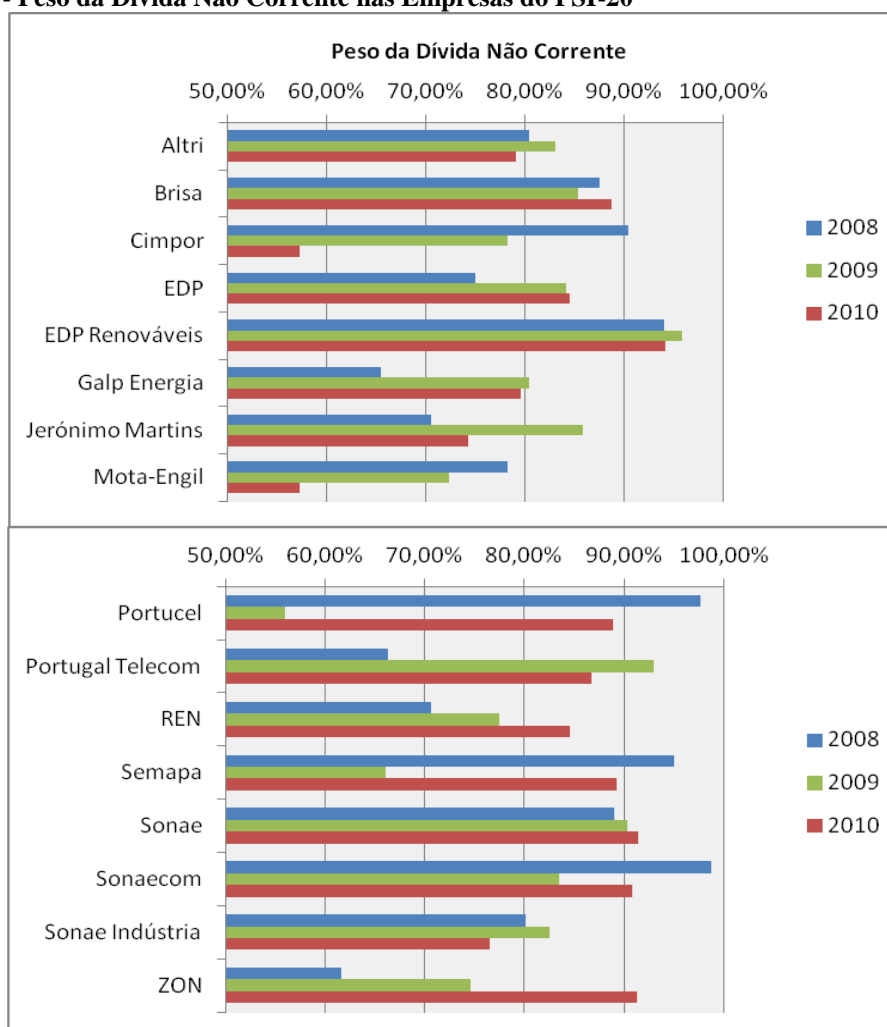
Fonte: Elaboração Própria com base nos dados dos Relatórios e Contas Consolidadas.

Observando os valores do Quadro 11, constata-se que a EDP Renováveis e a Sonaecom são as empresas com menores rácios, ou seja, têm menor endividamento em

comparação com as restantes empresas, na medida em que as suas actividades são, essencialmente, financiadas por capitais internos. Por sua vez, o endividamento da Altri, Brisa e da ZON pode ser considerado excessivo, as empresas estão, em média, a ser financiadas, numa proporção acima dos 60%, por capitais alheios, sendo que, neste período, o rácio da Altri, em média, foi de 77%, já tendo atingido os 82% em 2009.

A partir deste momento, divide-se a estrutura de financiamento das empresas, em dívida corrente e não corrente, fazendo esta distinção pela maturidade do instrumento financeiro. É considerado não corrente, quando a sua maturidade é superior ao ciclo operacional (comummente definido num ano). O próximo gráfico ilustrará o peso que a dívida não corrente representou na estrutura de financiamento das empresas.

**Gráfico 3 - Peso da Dívida Não Corrente nas Empresas do PSI-20**



Fonte: Elaboração Própria com base nos dados dos Relatórios e Contas Consolidadas.



Neste universo de análise, a dívida não corrente, em média, teve um peso de 81,36%, tendo a Sonaecom atingido o máximo em 2008 (98,70%) e a Portucel o mínimo de 55,96% (em 2009). Observando, individualmente, o comportamento da dívida não corrente, as empresas podem ser divididas em seis tipos de tendência: em que os pesos, de ano para ano, são semelhantes, é o caso da Altri, Brisa, EDP Renováveis e Sonae, registando sempre valores acima dos 80%; a EDP e a Galp Energia começam com um peso relativamente mais baixo, aumentando para pesos idênticos nos dois anos seguintes; os pesos evidenciaram uma tendência crescente, é o exemplo da REN e da ZON, estas empresas podem ter recorrido a mais financiamento de médio e longo prazo (MLP), para financiar novos investimentos; ocorreu também, a situação inversa na Cimpor e na Mota-Engil, em que os pesos foram diminuindo ao longo dos tempos, possivelmente, resultado da queda do investimento no sector da construção; nos dois últimos grupos de empresas, tem havido uma oscilação dos pesos ao longo do período, primeiro aumentando e depois reduzindo (situação da Jerónimo Martins, Portugal Telecom e Sonae Indústria) e vice-versa (caso da Portucel, Semapa e Sonaecom).

Por último, avalia-se a evolução da composição, tanto da dívida corrente como da não corrente das empresas, em que a dívida financeira tem decrescido continuamente ao longo do tempo em análise (Jerónimo Martins, Sonae, Sonaecom e Sonae Indústria) e das empresas que, em 2009/2010, diminuíram o seu endividamento externo (Altri e Mota-Engil)<sup>10</sup>. Vai ser dada especial atenção às alterações no período de restrição de crédito (2009/2010).

Um traço em comum, que liga estas empresas é a diminuição dos empréstimos bancários não correntes, com excepção da Sonaecom, em que o papel comercial foi a

---

<sup>10</sup> Ver os dados no Anexo F.

rubrica que mais contribuiu para a diminuição da dívida financeira, sendo que se assumia como principal fonte de financiamento desta empresa. Assim, a empresa para colmatar este facto, recorreu, em parte, aos descobertos bancários e, essencialmente, aos empréstimos obrigacionistas de MLP, que conquistaram um papel de destaque nas suas decisões de financiamento, ainda assim, o crescimento da empresa foi afectado, nomeadamente, as suas vendas têm diminuído ao longo dos anos.

No caso da Jerónimo Martins e da Sonae Indústria, as restrições dos empréstimos bancários de MLP a que foram sujeitas, foram acompanhadas, respectivamente, também de descidas no financiamento através de locação financeira não corrente e de outros empréstimos não correntes, sendo que as empresas substituíram estas quebras por recurso aos empréstimos obrigacionistas e bancários de tipo corrente, de modo respectivo. Este facto não teve efeitos no crescimento da Jerónimo Martins, as suas vendas foram sempre aumentando, contudo, atingiu as vendas da Sonae Indústria que têm tido um crescimento diminuto.

A Sonae financia as suas actividades de investimento, fundamentalmente, através dos fundos obtidos nos empréstimos obrigacionistas e tem como principal fonte de financiamento corrente, os empréstimos bancários de curto prazo. Durante o período de análise, estes instrumentos registaram diminuições dos seus valores, a alternativa para contrariar, em parte, esta evolução, foi obter fundos directamente dos mercados financeiros, por meio de empréstimos obrigacionistas correntes, ainda assim, a descida da dívida financeira da Sonae foi, em média, de 4,25%, não provocando repercussões na sua actividade.

Em 2009/2010, a reacção da Altri às restrições do crédito bancário, de modo a conseguir fazer face às necessidades de tesouraria, e apesar de ter um rácio da dívida elevado, foi a contratação de programas de papel comercial de curto prazo. Ainda assim,

o seu endividamento sofreu uma descida de 5,33%, no entanto, não comprometeu o seu crescimento.

O caso mais difícil foi o da Mota-Engil, como já mencionado, a empresa de construção civil suportou um decréscimo absoluto da dívida financeira de 1.318 M€ (em termos relativos de 52,03%), devido, essencialmente, à redução dos empréstimos bancários de MLP em 81%. Os descobertos bancários, as contas caucionadas e o papel comercial de tipo não corrente foram a forma de adquirir os capitais necessários à actividade da empresa, no período de 2009/2010, mas mesmo assim, o seu crescimento foi fortemente afectado, as suas vendas tiveram um aumento residual de 1,31% em 2009/2010 (contrastando com um crescimento das vendas de 5,89% em 2008/2009) e sentiram necessidade de restringir o investimento de expansão, no entanto, não comprometeram a sustentabilidade da empresa. Esta situação, também, está patente na variação do rácio da dívida, que teve uma descida, aproximadamente, de 50%.

Concluindo, estas empresas quando sujeitadas aos decréscimos dos empréstimos bancários, recorrem, essencialmente, aos instrumentos financeiros de curto prazo, tais como, os descobertos bancários, os empréstimos obrigacionistas e o papel comercial, sendo que, por vezes, igualmente apelam aos mercados financeiros, emitindo empréstimos obrigacionistas, para cobrir eventuais novos investimentos. Esta substituição do crédito bancário por outras fontes de financiamento, nem sempre consegue que o crescimento da empresa não seja afectado. Quando tal acontece, o racionamento do crédito bancário provoca efeitos como a estagnação ou até mesmo queda das vendas e mudanças nas decisões de investimento da empresa.

## **CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA**

A teoria da estrutura de capital de uma empresa teve como autores pioneiros, Modigliani e Miller. Posteriormente, vários autores têm debatido e, muito mais, continuam a discutir esta problemática, tentando incluir todas as características das empresas que consideram relevantes para explicar o tema. Contudo, ainda nenhum investigador conseguiu determinar a essência, na plenitude, da estrutura óptima de capital.

Na realidade, a combinação dos fundos de financiamento é afectada, tanto pelas características específicas da empresa, como as do sector em que esta se integra, como ainda, pelas condições macroeconómicas e financeiras do mercado em que opera. Visto que, a realidade encontra-se sempre em constantes reviravoltas económicas e financeiras, dificilmente se atingirá a solução desta encruzilhada financeira. Assim, um possível caminho de investigação é analisar a evolução da estrutura de financiamento das empresas, quando as circunstâncias do mercado se tornam adversas, este foi o rumo que este trabalho envergou.

A actual conjuntura económica e financeira não tem sido nada fácil e complacente, regra geral, para todos os agentes económicos portugueses. As empresas do nosso panorama não foram excepção, têm sofrido um inevitável abrandamento, tanto no mercado de capital como no de crédito. É sobre este último que o estudo se pende, observando a evolução da estrutura financeira das empresas, nos períodos em que potencialmente houve restrições de crédito bancário, uma vez que, as decisões financeiras das empresas podem ser condicionadas pelas condições de oferta de crédito.

Este trabalho, como os demais, tem limitações evidentes, os dados financeiros recolhidos têm um pequeno horizonte temporal, deste modo, todas as conclusões devem ser vistas com cautela e sempre à luz da realidade a que respeitam.

Estatisticamente, os dados apontam que são as PME's, as empresas do sector da Construção e as empresas sediadas em Lisboa que, em média, obtêm mais empréstimos bancários. Durante os períodos de restrição de crédito em estudo, foram as empresas estabelecidas na região de Lisboa, regra geral, que sofreram maior impacto, tal como as Grandes Empresas e as empresas do sector dos Transportes e Armazenagem.

Outra conclusão retirada é que são, em média, os outros débitos e créditos comerciais que substituem os empréstimos bancários, nomeadamente, por acarretarem menor risco financeiro e menos responsabilidades contratuais.

Conforme argumentou Leary (2009) “um choque de oferta num segmento dos mercados de capitais resulta na substituição entre as fontes de financiamento, com o grau e a direcção dessa substituição variando significativamente entre as empresas” (p. 1177). Deste modo, quando algumas empresas do PSI-20 foram restringidas nos montantes dos empréstimos, particularmente, a sua reacção foi o recurso aos instrumentos financeiros de curto prazo tais como, os descobertos bancários, papel comercial e empréstimos obrigacionistas, no entanto, nalguns casos, tal atitude não foi solução totalmente eficiente, comprometendo o crescimento dessas empresas, bem como algumas decisões de investimento.

Algumas sugestões de investigação futura são uma análise da evolução da carteira de crédito dos bancos portugueses, se estes têm sido também restritos de alguma forma, nomeadamente, devido à diminuição da capacidade de financiamento externo portuguesa ou ainda, um estudo semelhante da evolução da estrutura de financiamento, mas com um lote de pequenas e médias empresas portuguesas.

## BIBLIOGRAFIA

- Abreu, M. et al. (2007), *Economia Monetária e Financeira*, Escolar Editora;
- Akhtar, S. (2005), The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations, *Australian Journal of Management*, Vol. 30, No. 2, pp. 321-341;
- Baker, M. e Wurgler, J. (2002), Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp. 1-32;
- Bastardo, C. (2000), *Instrumentos Financeiros – Exercícios Resolvidos*, Texto Editora, 3.<sup>a</sup> Edição;
- Brealey, R. e Myers, S. (1998), *Princípios de Finanças Empresarias*, McGraw-Hill, 5.<sup>a</sup> Edição;
- Couto, G. e Ferreira, S. (2009), Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI-20, *Centro de Estudos de Economia Aplicada do Atlântico Working Paper* n.º 08/2009;
- DeAngelo, H. e Masulis, R. (1980), Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, No. 8, pp. 3-29;
- Diamond, D. (1989), Reputation Acquisition in Debt Markets, *The Journal of Political Economy*, Vol. 97, No. 4, pp. 828-862;

- Drobetz, W. e Wanzenried, G. (2006), What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?, *Applied Financial Economics*, 16, pp. 941-958;
- Farinha, L. e Marques, C. (2001), The Bank Lending Channel of Monetary Policy: Identification and Estimation using Portuguese Micro Bank Data, *Working Paper*, European Central Bank, No. 102;
- Gomes, A. (2010), The Determinants of Leverage: Evidence for Utility Firms of Eleven European Countries, *Tese de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão*;
- Harris, M. e Raviv, A. (1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2, pp. 321-349;
- Harris, M. e Raviv, A. (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355;
- Heshmati, A. (2001), The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms, *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, No. 440;
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360;
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329;

- Keown, A. et al. (1985), *Basic Financial Management*, Prentice-Hall International Editions, 3.<sup>a</sup> Edição;
- Leary, M. (2009), Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 3, pp. 1143-1185;
- Miller, M. (1977), Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 261-275;
- Modigliani, F. e Miller, M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297;
- Modigliani, F. e Miller, M. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443;
- Myers, S. (1984), The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575-592;
- Myers, S. e Majluf, N. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information the Investors Do Not Have, *NBER Working Paper Series*, No. 1396;
- Myers, S. (1993), Still Searching for Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, Issue 1, pp. 4-14;



- Nivorozhkin, E. (2004), The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies, *Kluwer Academic Publishers*, Economics of Planning 37, pp. 25-45;
- Nóbrega, C. (2005), O Canal do Crédito Bancário na Transmissão da Política Monetária: Evidência para Portugal, *Tese de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão*;
- Ozkan, A. (2001), Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data, *Journal of Business Finance & Accounting*, 28, pp. 175-198;
- Peyrard, J. (1992), *Gestão Financeira com Exercícios*, Publicações Dom Quixote;
- Rajan, R. e Zingales, L. (1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460;
- Scott, J. (1976), A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 33-54;
- Soares, I. et al. (2008), *Decisões de Investimento – Análise Financeira de Projectos*, Edições Sílabo, 2.<sup>a</sup> Edição;
- Stiglitz, J. e Weiss, A. (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410;
- Supanvanij, J. (2006), Capital Structure: Asian Firms vs. Multinational Firms in Asia, *Journal of American Academy of Business*, Vol. 10, Issue 1, pp. 324-330;

Titman, S. e Wessels, R. (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19;

Warner, J. (1977), Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Issue 2, pp. 337-347;

## ANEXOS

### Anexo A: Evolução da Actividade Económica e do Mercado Financeiro em Portugal

Ano	PIB (M€)	Capitalização Bolsista (% PIB)	Capitalização Bolsista (MUS)	Taxa de Câmbio (US/€)	Capitalização Bolsista (M€)	Crédito Nacional (% PIB)	Crédito Nacional (M€)
1999	118.370,00	52,72	66.488,10	1,0658	62.384,66	110,67	130.998,00
2000	127.007,50	51,86	60.680,50	0,9236	65.699,09	128,21	162.836,00
2001	134.137,10	38,60	46.338,00	0,8956	51.737,91	137,32	184.195,00
2002	140.142,10	32,49	42.845,83	0,9456	45.311,99	138,23	193.714,00
2003	143.014,90	36,11	58.284,74	1,1312	51.526,50	138,52	198.105,00
2004	148.827,30	38,01	70.241,74	1,2439	56.468,86	139,68	207.887,00
2005	153.728,40	35,04	66.981,31	1,2441	53.839,59	144,47	222.089,00
2006	160.273,50	51,83	104.201,06	1,2556	82.989,13	155,81	249.725,00
2007	169.319,20	57,07	132.257,87	1,3705	96.504,92	166,16	280.380,00
2008	171.983,10	27,28	68.713,40	1,4708	46.719,80	177,76	305.601,00
2009	168.586,60	42,12	98.649,86	1,3948	70.727,78	196,09	328.704,00

Fonte: Elaboração Própria, com base nos dados disponibilizados pelo INE, pelo BCE e pelo *World Bank*.

## Anexo B: Empréstimos às SNF por Sector de Actividade Económica

### i. Valores do Stock dos Empréstimos

Data	Total	Secção A	Secção B	Secção C	Secção D	Secção E	Secção F	Secção G	Secção H	Secção I	Secção J	Secção K - Grupo 642	Secção L	Secção M	Secção N	Secção P	Secção Q	Secção R	Secção S	Outras Actividades
31-12-2002	84.440	1.027	464	14.462	1.416	359	17.788	13.806	5.721	2.091	1.510	8.210	8.646	3.480	2.954	363	749	451	912	32
31-03-2003	84.310	1.022	470	14.604	1.336	380	18.075	13.908	5.294	2.245	1.552	7.679	8.839	3.601	2.671	351	766	479	1.005	33
30-06-2003	84.925	1.031	487	14.459	1.292	381	18.439	14.016	5.574	2.331	1.551	7.882	8.952	3.572	2.466	353	759	391	973	15
30-09-2003	84.814	1.086	507	14.359	1.231	398	18.738	13.688	5.632	2.363	1.568	7.555	9.187	3.543	2.417	368	784	360	1.008	21
31-12-2003	86.164	1.099	502	14.083	1.455	474	18.659	13.891	5.921	2.484	1.228	8.109	9.648	3.487	2.378	369	863	383	1.109	23
31-03-2004	87.093	1.131	504	13.993	1.211	488	19.625	14.014	6.280	2.528	1.110	7.265	10.347	3.663	2.166	329	916	446	1.064	13
30-06-2004	86.318	1.146	470	13.522	1.181	505	19.463	13.982	6.240	2.569	1.100	7.289	10.780	3.251	2.051	333	929	439	1.068	0
30-09-2004	86.594	1.177	471	13.402	1.244	549	20.053	14.227	6.103	2.555	915	6.812	10.417	3.526	2.221	353	950	412	1.207	0
31-12-2004	87.219	1.184	465	13.337	1.288	656	20.128	14.100	5.992	2.610	881	6.795	10.900	3.741	2.281	353	1.004	443	1.059	0
31-03-2005	87.305	1.179	457	13.044	1.387	723	21.261	14.229	6.052	2.666	1.018	6.609	10.259	3.785	2.153	349	981	478	676	0
30-06-2005	89.830	1.211	470	13.342	1.435	830	22.076	14.510	6.426	2.779	1.034	6.509	10.563	3.787	2.211	355	1.029	526	739	0
30-09-2005	90.248	1.232	468	13.108	1.494	970	22.313	14.375	6.599	2.826	1.081	6.137	10.820	3.789	2.323	367	1.077	559	709	0
31-12-2005	91.841	1.238	464	12.846	1.508	1.075	22.606	14.741	5.910	2.949	1.060	6.571	11.213	4.603	2.250	360	1.160	597	690	0
31-03-2006	93.104	1.228	462	12.957	1.641	1.111	21.813	14.602	6.212	3.052	1.047	7.527	12.120	4.199	2.188	363	1.153	779	649	0
30-06-2006	95.597	1.282	442	13.123	1.558	1.170	22.360	15.200	6.873	3.233	963	7.457	12.332	4.156	2.342	380	1.210	839	679	0
30-09-2006	96.643	1.309	448	13.129	1.563	1.278	22.447	15.275	7.080	3.258	987	7.541	12.604	4.162	2.337	400	1.269	835	721	0
31-12-2006	98.010	1.319	445	13.095	1.108	1.294	22.838	15.395	6.430	3.357	955	7.381	13.674	5.080	2.396	413	1.253	844	734	0
31-03-2007	100.431	1.375	451	13.871	1.124	1.321	23.562	15.458	6.791	3.742	936	7.566	13.326	5.183	2.437	415	1.344	822	706	0
30-06-2007	104.389	1.473	458	14.233	1.188	1.354	24.621	15.916	6.978	3.821	1.012	7.863	14.073	5.432	2.571	428	1.423	831	713	0
30-09-2007	106.501	1.526	464	14.477	1.411	1.355	25.161	16.049	7.198	3.902	986	8.494	14.742	4.564	2.618	444	1.513	870	728	0
31-12-2007	109.488	1.555	471	14.576	1.308	1.383	25.541	16.347	7.082	4.065	1.051	8.945	15.513	5.184	2.715	451	1.620	929	749	0
31-03-2008	113.165	1.637	475	14.973	1.506	1.436	26.200	16.494	7.816	4.237	1.065	9.338	16.385	5.089	2.715	460	1.626	992	722	0
30-06-2008	116.520	1.729	499	15.030	1.770	1.506	26.914	17.062	8.033	4.423	1.057	9.527	16.733	5.427	2.781	476	1.724	1.085	743	0
30-09-2008	119.017	1.841	512	15.395	2.010	1.554	27.111	17.129	8.607	4.473	1.099	9.975	17.080	5.254	2.867	488	1.776	1.093	752	3
31-12-2008	121.169	1.893	518	15.907	2.437	1.594	26.966	16.842	8.889	4.640	1.160	10.396	17.349	5.437	2.986	517	1.734	1.159	724	19
31-03-2009	121.907	1.904	519	15.982	2.434	1.630	27.386	16.325	8.933	4.818	1.217	10.376	17.375	5.702	2.956	523	1.831	1.280	695	22
30-06-2009	123.364	1.964	523	16.371	2.664	1.662	27.776	16.761	9.498	4.924	1.246	10.192	17.518	4.749	3.040	528	1.900	1.267	749	32
30-09-2009	122.771	1.961	523	16.165	2.690	1.743	27.454	16.426	9.750	4.949	1.239	10.139	17.407	4.719	3.032	538	1.964	1.255	772	45
31-12-2009	122.387	1.971	519	16.199	2.767	1.645	26.938	16.314	9.319	5.115	1.240	10.434	17.359	4.870	2.963	560	2.042	1.266	805	62
31-03-2010	122.470	2.017	501	16.072	2.833	1.719	26.066	16.389	9.722	5.334	1.393	10.793	17.373	4.518	3.022	525	2.037	1.297	799	62
30-06-2010	123.776	2.071	494	16.178	2.911	1.713	25.990	16.737	9.909	5.450	1.421	11.317	17.178	4.544	3.017	537	2.103	1.308	816	83
30-09-2010	122.997	2.056	512	16.186	3.083	1.721	25.652	16.499	10.171	5.464	1.422	11.397	16.828	3.986	3.144	559	2.160	1.240	825	93
31-12-2010	118.993	2.048	493	15.802	3.070	1.733	24.694	16.238	8.124	5.794	1.417	10.695	16.112	4.640	3.180	580	2.225	1.240	804	102
31-03-2011	119.524	2.070	495	16.116	2.975	1.780	24.605	16.448	8.147	5.990	1.411	10.657	16.036	4.723	3.101	571	2.227	1.288	780	103
30-06-2011	119.225	2.124	492	15.857	2.947	1.820	24.565	16.229	7.802	6.096	1.402	10.883	15.872	4.985	3.122	565	2.279	1.304	781	101

Fonte: Banco de Portugal. Valores expressos em milhões de euros.

## ii. Taxas de Variação Média

Data	Total	Secção A	Secção B	Secção C	Secção D	Secção E	Secção F	Secção G	Secção H	Secção I	Secção J	Secção K - Grupo 642	Secção L	Secção M	Secção N	Secção P	Secção Q	Secção R	Secção S	Outras Actividades
31-12-02																				
31-03-03	-0,15	-0,49	1,29	0,98	-5,65	5,85	1,61	0,74	-7,46	7,36	2,78	-6,47	2,23	3,48	-9,58	-3,31	2,27	6,21	10,20	3,13
30-06-03	0,73	0,88	3,62	-0,99	-3,29	0,26	2,01	0,78	5,29	3,83	-0,06	2,64	1,28	-0,81	-7,68	0,57	-0,91	-18,37	-3,18	-54,55
30-09-03	-0,13	5,33	4,11	-0,69	-4,72	4,46	1,62	-2,34	1,04	1,37	1,10	-4,15	2,63	-0,81	-1,99	4,25	3,29	-7,93	3,60	40,00
31-12-03	1,59	1,20	-0,99	-1,92	18,20	19,10	-0,42	1,48	5,13	5,12	-21,68	7,33	5,02	-1,58	-1,61	0,27	10,08	6,39	10,02	9,52
31-03-04	1,08	2,91	0,40	-0,64	-16,77	2,95	5,18	0,89	6,06	1,77	-9,61	-10,41	7,25	5,05	-8,92	-10,84	6,14	16,45	-4,06	-43,48
30-06-04	-0,89	1,33	-6,75	-3,37	-2,48	3,48	-0,83	-0,23	-0,64	1,62	-0,90	0,33	4,18	-11,25	-5,31	1,22	1,42	-1,57	0,38	0,00
30-09-04	0,32	2,71	0,21	-0,89	5,33	8,71	3,03	1,75	-2,20	-0,54	-16,82	-6,54	-3,37	8,46	8,29	6,01	2,26	-6,15	13,01	0,00
31-12-04	0,72	0,59	-1,27	-0,49	3,54	19,49	0,37	-0,89	-1,82	2,15	-3,72	-0,25	4,64	6,10	2,70	0,00	5,68	7,52	-12,26	0,00
31-03-05	0,10	-0,42	-1,72	-2,20	7,69	10,21	5,63	0,91	1,00	2,15	15,55	-2,74	-5,88	1,18	-5,61	-1,13	-2,29	7,90	-36,17	0,00
30-06-05	2,89	2,71	2,84	2,28	3,46	14,80	3,83	1,97	6,18	4,24	1,57	-1,51	2,96	0,05	2,69	1,72	4,89	10,04	9,32	0,00
30-09-05	0,47	1,73	-0,43	-1,75	4,11	16,87	1,07	-0,93	2,69	1,69	4,55	-5,72	2,43	0,05	5,07	3,38	4,66	6,27	-4,06	0,00
31-12-05	1,77	0,49	-0,85	-2,00	0,94	10,82	1,31	2,55	-10,44	4,35	-1,94	7,07	3,63	21,48	-3,14	-1,91	7,71	6,80	-2,68	0,00
31-03-06	1,38	-0,81	-0,43	0,86	8,82	3,35	-3,51	-0,94	5,11	3,49	-1,23	14,55	8,09	-8,78	-2,76	0,83	-0,60	30,49	-5,94	0,00
30-06-06	2,68	4,40	-4,33	1,28	-5,06	5,31	2,51	4,10	10,64	5,93	-8,02	-0,93	1,75	-1,02	7,04	4,68	4,94	7,70	4,62	0,00
30-09-06	1,09	2,11	1,36	0,05	0,32	9,23	0,39	0,49	3,01	0,77	2,49	1,13	2,21	0,14	-0,21	5,26	4,88	-0,48	6,19	0,00
31-12-06	1,41	0,76	-0,67	-0,26	-29,11	1,25	1,74	0,79	-9,18	3,04	-3,24	-2,12	8,49	22,06	2,52	3,25	-1,26	1,08	1,80	0,00
31-03-07	2,47	4,25	1,35	5,93	1,44	2,09	3,17	0,41	5,61	11,47	-1,99	2,51	-2,54	2,03	1,71	0,48	7,26	-2,61	-3,81	0,00
30-06-07	3,94	7,13	1,55	2,61	5,69	2,50	4,49	2,96	2,75	2,11	8,12	3,93	5,61	4,80	5,50	3,13	5,88	1,09	0,99	0,00
30-09-07	2,02	3,60	1,31	1,71	18,77	0,07	2,19	0,84	3,15	2,12	-2,57	8,02	4,75	-15,98	1,83	3,74	6,32	4,69	2,10	0,00
31-12-07	2,80	1,90	1,51	0,68	-7,30	2,07	1,51	1,86	-1,61	4,18	6,59	5,31	5,23	13,58	3,71	1,58	7,07	6,78	2,88	0,00
31-03-08	3,36	5,27	0,85	2,72	15,14	3,83	2,58	0,90	10,36	4,23	1,33	4,39	5,62	-1,83	0,00	2,00	0,37	6,78	-3,60	0,00
30-06-08	2,96	5,62	5,05	0,38	17,53	4,87	2,73	3,44	2,78	4,39	-0,75	2,02	2,12	6,64	2,43	3,48	6,03	9,38	2,91	0,00
30-09-08	2,14	6,48	2,61	2,43	13,56	3,19	0,73	0,39	7,15	1,13	3,97	4,70	2,07	-3,19	3,09	2,52	3,02	0,74	1,21	0,00
31-12-08	1,81	2,82	1,17	3,33	21,24	2,57	-0,53	-1,68	3,28	3,73	5,55	4,22	1,57	3,48	4,15	5,94	-2,36	6,04	-3,72	533,33
31-03-09	0,61	0,58	0,19	0,47	-0,12	2,26	1,56	-3,07	0,49	3,84	4,91	-0,19	0,15	4,87	-1,00	1,16	5,59	10,44	-4,01	15,79
30-06-09	1,20	3,15	0,77	2,43	9,45	1,96	1,42	2,67	6,32	2,20	2,38	-1,77	0,82	-16,71	2,84	0,96	3,77	-1,02	7,77	45,45
30-09-09	-0,48	-0,15	0,00	-1,26	0,98	4,87	-1,16	-2,00	2,65	0,51	-0,56	-0,52	-0,63	-0,63	-0,26	1,89	3,37	-0,95	3,07	40,63
31-12-09	-0,31	0,51	-0,76	0,21	2,86	-5,62	-1,88	-0,68	-4,42	3,35	0,08	2,91	-0,28	3,20	-2,28	4,09	3,97	0,88	4,27	37,78
31-03-10	0,07	2,33	-3,47	-0,78	2,39	4,50	-3,24	0,46	4,32	4,28	12,34	3,44	0,08	-7,23	1,99	-6,25	-0,24	2,45	-0,75	0,00
30-06-10	1,07	2,68	-1,40	0,66	2,75	-0,35	-0,29	2,12	1,92	2,17	2,01	4,85	-1,12	0,58	-0,17	2,29	3,24	0,85	2,13	33,87
30-09-10	-0,63	-0,72	3,64	0,05	5,91	0,47	-1,30	-1,42	2,64	0,26	0,07	0,71	-2,04	-12,28	4,21	4,10	2,71	-5,20	1,10	12,05
31-12-10	-3,26	-0,39	-3,71	-2,37	-0,42	0,70	-3,73	-1,58	-20,13	6,04	-0,35	-6,16	-4,25	16,41	1,15	3,76	3,01	0,00	-2,55	9,68
31-03-11	0,45	1,07	0,41	1,99	-3,09	2,71	-0,36	1,29	0,28	3,38	-0,42	-0,36	-0,47	1,79	-2,48	-1,55	0,09	3,87	-2,99	0,98
30-06-11	-0,25	2,61	-0,61	-1,61	-0,94	2,25	-0,16	-1,33	-4,23	1,77	-0,64	2,12	-1,02	5,55	0,68	-1,05	2,33	1,24	0,13	-1,94

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

## Anexo C: Empréstimos às SNF por Distribuição Regional

### i. Valores do Stock dos Empréstimos

Data	Total	Norte	Centro	Lisboa	Alentejo	Algarve	Açores	Madeira	Não Identificada
31-12-2002	84.440	22.922	11.493	41.370	2.668	1.988	965	3.014	19
31-03-2003	84.310	22.959	11.702	40.823	2.677	2.068	1.007	3.057	18
30-06-2003	84.925	22.833	11.774	41.279	2.751	2.123	1.040	3.106	18
30-09-2003	84.814	22.702	11.897	40.937	2.836	2.147	1.044	3.235	17
31-12-2003	86.164	22.498	12.046	42.174	2.795	2.221	1.087	3.326	16
31-03-2004	87.093	22.820	12.230	42.259	2.883	2.323	1.135	3.428	15
30-06-2004	86.318	22.520	12.303	41.440	2.903	2.428	1.128	3.579	15
30-09-2004	86.594	22.361	12.462	41.560	3.003	2.427	1.134	3.633	15
31-12-2004	87.219	22.121	12.672	41.550	3.066	2.604	1.133	4.055	18
31-03-2005	87.305	22.520	12.913	40.614	3.058	2.731	1.162	4.293	12
30-06-2005	89.830	23.230	13.302	41.722	3.195	2.845	1.115	4.409	12
30-09-2005	90.248	23.350	13.402	41.791	3.272	2.879	1.094	4.447	13
31-12-2005	91.841	24.092	13.633	42.127	3.347	3.134	1.089	4.407	11
31-03-2006	93.104	24.622	13.840	42.358	3.331	3.238	1.113	4.590	11
30-06-2006	95.597	24.838	14.410	43.310	3.675	3.449	1.194	4.709	11
30-09-2006	96.643	25.080	14.450	43.955	3.751	3.520	1.200	4.678	10
31-12-2006	98.010	25.540	14.675	44.190	3.764	3.673	1.310	4.851	7
31-03-2007	100.431	26.086	15.089	45.299	3.826	3.842	1.431	4.853	5
30-06-2007	104.389	27.066	15.631	47.186	3.941	4.177	1.469	4.915	4
30-09-2007	106.501	27.654	15.910	47.912	4.105	4.317	1.592	5.007	3
31-12-2007	109.488	28.270	16.373	48.604	4.323	4.569	1.698	5.649	2
31-03-2008	113.165	29.681	17.111	49.639	4.422	4.973	1.705	5.635	0
30-06-2008	116.520	30.507	17.648	51.058	4.421	5.243	1.857	5.786	0
30-09-2008	119.017	31.393	18.058	51.887	4.577	5.324	1.922	5.857	0
31-12-2008	121.169	31.765	18.422	52.773	4.975	5.380	1.982	5.872	0
31-03-2009	121.907	32.189	18.552	52.924	4.886	5.542	2.009	5.805	0
30-06-2009	123.364	32.695	18.938	53.040	5.044	5.658	2.112	5.878	0
30-09-2009	122.771	32.555	18.983	52.533	5.184	5.663	2.140	5.714	0
31-12-2009	122.387	32.648	18.960	51.874	5.112	5.746	2.201	5.846	0
31-03-2010	122.470	32.880	18.940	51.501	5.288	5.784	2.224	5.853	0
30-06-2010	123.776	33.184	19.150	51.898	5.480	5.849	2.284	5.932	0
30-09-2010	122.997	33.439	18.878	51.289	5.412	5.898	2.284	5.797	0
31-12-2010	118.993	32.146	18.612	48.676	5.458	5.888	2.394	5.818	0
31-03-2011	119.524	32.238	18.619	49.279	5.456	5.874	2.374	5.683	0
30-06-2011	119.225	31.723	18.614	49.526	5.539	5.886	2.421	5.516	0

Fonte: Banco de Portugal. Valores expressos em milhões de euros.

## ii. Taxas de Variação Média

Data	Total	Norte	Centro	Lisboa	Alentejo	Algarve	Açores	Madeira	Não Identificada
31-12-2002									
31-03-2003	-0,15%	0,16%	1,82%	-1,32%	0,34%	4,02%	4,35%	1,43%	-5,26%
30-06-2003	0,73%	-0,55%	0,62%	1,12%	2,76%	2,66%	3,28%	1,60%	0,00%
30-09-2003	-0,13%	-0,57%	1,04%	-0,83%	3,09%	1,13%	0,38%	4,15%	-5,56%
31-12-2003	1,59%	-0,90%	1,25%	3,02%	-1,45%	3,45%	4,12%	2,81%	-5,88%
31-03-2004	1,08%	1,43%	1,53%	0,20%	3,15%	4,59%	4,42%	3,07%	-6,25%
30-06-2004	-0,89%	-1,31%	0,60%	-1,94%	0,69%	4,52%	-0,62%	4,40%	0,00%
30-09-2004	0,32%	-0,71%	1,29%	0,29%	3,44%	-0,04%	0,53%	1,51%	0,00%
31-12-2004	0,72%	-1,07%	1,69%	-0,02%	2,10%	7,29%	-0,09%	11,62%	20,00%
31-03-2005	0,10%	1,80%	1,90%	-2,25%	-0,26%	4,88%	2,56%	5,87%	-33,33%
30-06-2005	2,89%	3,15%	3,01%	2,73%	4,48%	4,17%	-4,04%	2,70%	0,00%
30-09-2005	0,47%	0,52%	0,75%	0,17%	2,41%	1,20%	-1,88%	0,86%	8,33%
31-12-2005	1,77%	3,18%	1,72%	0,80%	2,29%	8,86%	-0,46%	-0,90%	-15,38%
31-03-2006	1,38%	2,20%	1,52%	0,55%	-0,48%	3,32%	2,20%	4,15%	0,00%
30-06-2006	2,68%	0,88%	4,12%	2,25%	10,33%	6,52%	7,28%	2,59%	0,00%
30-09-2006	1,09%	0,97%	0,28%	1,49%	2,07%	2,06%	0,50%	-0,66%	-9,09%
31-12-2006	1,41%	1,83%	1,56%	0,53%	0,35%	4,35%	9,17%	3,70%	-30,00%
31-03-2007	2,47%	2,14%	2,82%	2,51%	1,65%	4,60%	9,24%	0,04%	-28,57%
30-06-2007	3,94%	3,76%	3,59%	4,17%	3,01%	8,72%	2,66%	1,28%	-20,00%
30-09-2007	2,02%	2,17%	1,78%	1,54%	4,16%	3,35%	8,37%	1,87%	-25,00%
31-12-2007	2,80%	2,23%	2,91%	1,44%	5,31%	5,84%	6,66%	12,82%	-33,33%
31-03-2008	3,36%	4,99%	4,51%	2,13%	2,29%	8,84%	0,41%	-0,25%	-100,00%
30-06-2008	2,96%	2,78%	3,14%	2,86%	-0,02%	5,43%	8,91%	2,68%	0,00%
30-09-2008	2,14%	2,90%	2,32%	1,62%	3,53%	1,54%	3,50%	1,23%	0,00%
31-12-2008	1,81%	1,18%	2,02%	1,71%	8,70%	1,05%	3,12%	0,26%	0,00%
31-03-2009	0,61%	1,33%	0,71%	0,29%	-1,79%	3,01%	1,36%	-1,14%	0,00%
30-06-2009	1,20%	1,57%	2,08%	0,22%	3,23%	2,09%	5,13%	1,26%	0,00%
30-09-2009	-0,48%	-0,43%	0,24%	-0,96%	2,78%	0,09%	1,33%	-2,79%	0,00%
31-12-2009	-0,31%	0,29%	-0,12%	-1,25%	-1,39%	1,47%	2,85%	2,31%	0,00%
31-03-2010	0,07%	0,71%	-0,11%	-0,72%	3,44%	0,66%	1,04%	0,12%	0,00%
30-06-2010	1,07%	0,92%	1,11%	0,77%	3,63%	1,12%	2,70%	1,35%	0,00%
30-09-2010	-0,63%	0,77%	-1,42%	-1,17%	-1,24%	0,84%	0,00%	-2,28%	0,00%
31-12-2010	-3,26%	-3,87%	-1,41%	-5,09%	0,85%	-0,17%	4,82%	0,36%	0,00%
31-03-2011	0,45%	0,29%	0,04%	1,24%	-0,04%	-0,24%	-0,84%	-2,32%	0,00%
30-06-2011	-0,25%	-1,60%	-0,03%	0,50%	1,52%	0,20%	1,98%	-2,94%	0,00%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

## Anexo D: Empréstimos às SNF por Tipo de Instrumento Financeiro

### i. Valores do Stock dos Empréstimos

Data	Total	Títulos excepto Ações	Empréstimos	Ações e Outras Participações	Reservas Técnicas de Seguros	Outros Débitos e Créditos
31-12-2002	304.704	16.351	131.350	133.823	1.677	21.503
31-03-2003	305.170	15.212	132.307	135.537	1.743	20.370
30-06-2003	312.953	15.572	132.768	140.807	1.873	21.933
30-09-2003	314.799	15.011	133.873	141.980	1.832	22.103
31-12-2003	326.234	15.210	138.852	145.776	1.897	24.499
31-03-2004	329.400	15.569	138.678	150.152	1.849	23.151
30-06-2004	335.069	16.290	138.888	152.207	1.851	25.833
30-09-2004	335.585	16.194	138.963	154.328	1.893	24.206
31-12-2004	339.528	16.864	137.211	158.317	2.057	25.079
31-03-2005	337.630	18.625	135.704	159.089	1.760	22.452
30-06-2005	343.711	19.579	138.712	159.228	1.868	24.324
30-09-2005	346.698	19.535	139.308	162.351	2.025	23.478
31-12-2005	355.639	23.707	141.786	166.927	1.976	21.243
31-03-2006	361.725	22.476	142.366	174.462	1.924	20.497
30-06-2006	367.087	23.788	147.605	174.249	1.604	19.841
30-09-2006	371.081	23.353	148.130	178.730	1.669	19.198
31-12-2006	368.501	24.231	146.089	175.595	1.876	20.709
31-03-2007	375.052	23.863	147.768	179.491	1.731	22.198
30-06-2007	387.935	26.526	153.045	183.103	1.725	23.536
30-09-2007	390.165	28.439	156.449	180.248	1.534	23.496
31-12-2007	408.229	29.607	163.145	190.401	2.236	22.840
31-03-2008	402.992	30.351	165.534	181.406	2.198	23.502
30-06-2008	404.071	33.653	169.316	175.556	2.217	23.329
30-09-2008	402.232	35.029	172.346	171.056	2.205	21.595
31-12-2008	402.928	35.147	178.340	164.394	2.292	22.755
31-03-2009	407.392	35.998	179.279	168.160	2.297	21.659
30-06-2009	417.379	38.722	180.171	171.683	2.252	24.550
30-09-2009	423.170	38.593	180.651	178.994	2.227	22.705
31-12-2009	429.360	37.136	182.184	181.867	2.152	26.021
31-03-2010	433.355	37.584	181.092	185.967	3.219	25.493
30-06-2010	433.778	38.433	183.546	181.781	3.217	26.802
30-09-2010	440.173	38.783	183.763	185.611	3.137	28.878
31-12-2010	446.730	38.709	183.590	188.088	3.413	32.930
31-03-2011	448.258	39.491	182.670	189.650	3.382	33.064

Fonte: Banco de Portugal. Valores expressos em milhões de euros.



## ii. Taxas de Variação Média

Data	Total	Títulos excepto Ações	Empréstimos	Ações e Outras Participações	Reservas Técnicas de Seguros	Outros Débitos e Créditos
31-12-2002						
31-03-2003	0,15%	-6,97%	0,73%	1,28%	3,94%	-5,27%
30-06-2003	2,55%	2,37%	0,35%	3,89%	7,46%	7,67%
30-09-2003	0,59%	-3,60%	0,83%	0,83%	-2,19%	0,78%
31-12-2003	3,63%	1,33%	3,72%	2,67%	3,55%	10,84%
31-03-2004	0,97%	2,36%	-0,13%	3,00%	-2,53%	-5,50%
30-06-2004	1,72%	4,63%	0,15%	1,37%	0,11%	11,58%
30-09-2004	0,15%	-0,59%	0,05%	1,39%	2,27%	-6,30%
31-12-2004	1,17%	4,14%	-1,26%	2,58%	8,66%	3,61%
31-03-2005	-0,56%	10,44%	-1,10%	0,49%	-14,44%	-10,47%
30-06-2005	1,80%	5,12%	2,22%	0,09%	6,14%	8,34%
30-09-2005	0,87%	-0,22%	0,43%	1,96%	8,40%	-3,48%
31-12-2005	2,58%	21,36%	1,78%	2,82%	-2,42%	-9,52%
31-03-2006	1,71%	-5,19%	0,41%	4,51%	-2,63%	-3,51%
30-06-2006	1,48%	5,84%	3,68%	-0,12%	-16,63%	-3,20%
30-09-2006	1,09%	-1,83%	0,36%	2,57%	4,05%	-3,24%
31-12-2006	-0,70%	3,76%	-1,38%	-1,75%	12,40%	7,87%
31-03-2007	1,78%	-1,52%	1,15%	2,22%	-7,73%	7,19%
30-06-2007	3,43%	11,16%	3,57%	2,01%	-0,35%	6,03%
30-09-2007	0,57%	7,21%	2,22%	-1,56%	-11,07%	-0,17%
31-12-2007	4,63%	4,11%	4,28%	5,63%	45,76%	-2,79%
31-03-2008	-1,28%	2,51%	1,46%	-4,72%	-1,70%	2,90%
30-06-2008	0,27%	10,88%	2,28%	-3,22%	0,86%	-0,74%
30-09-2008	-0,46%	4,09%	1,79%	-2,56%	-0,54%	-7,43%
31-12-2008	0,17%	0,34%	3,48%	-3,89%	3,95%	5,37%
31-03-2009	1,11%	2,42%	0,53%	2,29%	0,22%	-4,82%
30-06-2009	2,45%	7,57%	0,50%	2,10%	-1,96%	13,35%
30-09-2009	1,39%	-0,33%	0,27%	4,26%	-1,11%	-7,52%
31-12-2009	1,46%	-3,78%	0,85%	1,61%	-3,37%	14,60%
31-03-2010	0,93%	1,21%	-0,60%	2,25%	49,58%	-2,03%
30-06-2010	0,10%	2,26%	1,36%	-2,25%	-0,06%	5,13%
30-09-2010	1,47%	0,91%	0,12%	2,11%	-2,49%	7,75%
31-12-2010	1,49%	-0,19%	-0,09%	1,33%	8,80%	14,03%
31-03-2011	0,34%	2,02%	-0,50%	0,83%	-0,91%	0,41%

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Banco de Portugal.

## Anexo E: Estrutura de Financiamento das Empresas do PSI-20

### i. Altri

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	50.610	43.931	26.745
Descobertos Bancários	1.277	2.629	214
Papel Comercial	84.975	84.892	130.268
Empréstimos Obrigacionistas	21.236	20.338	19.941
Outros Empréstimos	4.785	3.941	4.460
	162.883	155.731	181.628
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	150.015	149.913	139.152
Papel Comercial	114.579	179.642	143.764
Empréstimos Obrigacionistas	367.814	368.873	369.931
Outros Empréstimos	38.877	64.005	34.787
	671.285	762.433	687.634
<b>Dívida Financeira</b>	<b>834.168</b>	<b>918.164</b>	<b>869.262</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>1.114.851</b>	<b>1.123.524</b>	<b>1.190.476</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>280.174</b>	<b>309.609</b>	<b>507.023</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

### ii. Brisa

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	129.522	107.389	55.133
Descobertos Bancários	9.801	4.648	2.203
Papel Comercial	246.534	312.678	257.143
Linhas de Crédito	1.000	-	-
Empréstimos Obrigacionistas	7.987	8.252	5.771
Titularização de Créditos	79.695	79.478	78.760
	474.539	512.445	399.010
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.987.283	1.665.484	1.664.257
Papel Comercial	17.848	17.765	261.381
Empréstimos Obrigacionistas	1.095.851	1.159.712	1.150.792
Titularização de Créditos	238.598	159.277	79.314
	3.339.580	3.002.238	3.155.744
<b>Dívida Financeira</b>	<b>3.814.119</b>	<b>3.514.683</b>	<b>3.554.754</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>5.593.808</b>	<b>5.313.397</b>	<b>6.085.591</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

### iii. Cimpor

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	201.177	453.439	330.597
Empréstimos Obrigacionistas	-	-	604.032
Outros Empréstimos	324	84	-
	201.501	453.523	934.629
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.028.075	783.192	833.761
Empréstimos Obrigacionistas	883.055	853.745	419.364
Outros Empréstimos	-	220	220
	1.911.130	1.637.157	1.253.345
<b>Dívida Financeira</b>	<b>2.112.631</b>	<b>2.090.680</b>	<b>2.187.974</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>4.615.255</b>	<b>4.927.362</b>	<b>5.384.880</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

### iv. EDP

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.204	318	547
Papel Comercial	1.372	1.640	837
Empréstimos Obrigacionistas	1.085	581	1.339
Outros Empréstimos	8	10	14
	3.669	2.549	2.737
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	4.923	5.332	6.038
Empréstimos Obrigacionistas	5.989	8.150	8.798
Outros Empréstimos	80	96	102
	10.992	13.578	14.938
<b>Dívida Financeira</b>	<b>14.661</b>	<b>16.127</b>	<b>17.675</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>35.745</b>	<b>38.634</b>	<b>40.541</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhões de euros.

## v. EDP Renováveis

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	78.932	106.172	203.078
Suprimentos	3.956	-	-
Outros Empréstimos	3.277	4.096	4.569
	86.165	110.268	207.647
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	451.062	402.599	499.640
Suprimentos	897.211	2.131.042	2.799.548
Outros Empréstimos	27.835	29.530	26.755
	1.376.108	2.563.171	3.325.943
<b>Dívida Financeira</b>	<b>1.462.273</b>	<b>2.673.439</b>	<b>3.533.590</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>9.418.908</b>	<b>11.293.815</b>	<b>12.835.150</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## vi. Galp Energia

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	314.789	107.561	242.413
Descobertos Bancários	368.792	306.632	362.723
Desconto de Letras	1.084	7.841	11.324
Empréstimos Obrigacionistas	1.711	1.369	-
Outros Empréstimos	284	239	2
	686.660	423.642	616.462
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.304.689	1.047.609	1.412.490
Empréstimos Obrigacionistas	-	700.000	1.000.000
Project Finance Fees	-866	-511	-640
Outros Empréstimos	255	16	174
	1.304.078	1.747.114	2.412.024
<b>Dívida Financeira</b>	<b>1.990.738</b>	<b>2.170.756</b>	<b>3.028.486</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>6.623.000</b>	<b>7.512.628</b>	<b>9.162.128</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## vii. Jerónimo Martins

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	179.159	67.119	80.536
Descobertos Bancários	45.355	21.563	7.671
Empréstimos Obrigacionistas	50.000	-	98.643
Locação Financeira	33.830	35.813	32.367
	308.344	124.495	219.217
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	259.657	198.487	175.746
Empréstimos Obrigacionistas	411.847	509.127	419.228
Outros Empréstimos	-	-	-
Locação Financeira	67.829	48.747	39.208
	739.333	756.361	634.182
<b>Dívida Financeira</b>	<b>1.047.677</b>	<b>880.856</b>	<b>853.399</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>3.726.565</b>	<b>3.051.805</b>	<b>3.255.589</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>6.893.737</b>	<b>7.317.108</b>	<b>8.691.115</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## viii. Mota-Engil

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	229.186	254.210	123.983
Descobertos Bancários	132.413	168.868	218.012
Papel Comercial	-	120.786	38.084
Contas Caucionadas	55.267	90.215	127.011
Empréstimos Obrigacionistas	18.500	31.000	7.279
Outros Empréstimos	5.980	33.986	3.997
	441.346	699.065	518.366
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.186.343	1.507.999	284.809
Papel Comercial	329.155	225.533	334.606
Contas Caucionadas	1.467	177	-
Empréstimos Obrigacionistas	63.500	82.500	75.000
Outros Empréstimos	9.635	18.113	2.595
	1.590.100	1.834.322	697.010
<b>Dívida Financeira</b>	<b>2.031.446</b>	<b>2.533.387</b>	<b>1.215.376</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>3.709.651</b>	<b>2.903.897</b>	<b>3.456.166</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>1.868.731</b>	<b>1.978.733</b>	<b>2.004.551</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## ix. Portucel

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	16.095	6.312	91.250
Empréstimos Obrigacionistas	-	325.000	-
	16.095	331.312	91.250
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	15.560	74.332	183.089
Empréstimos Obrigacionistas	671.327	346.653	546.608
	686.887	420.985	729.697
<b>Dívida Financeira</b>	<b>702.982</b>	<b>752.297</b>	<b>820.947</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>2.451.338</b>	<b>2.561.158</b>	<b>2.667.016</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## x. Portugal Telecom

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	497.758	244.313	177.928
Papel Comercial	648.626	-	88.000
Empréstimos Obrigacionistas	879.280	41.811	-
Outros Empréstimos	11	47	480.464
Locação Financeira	25.462	30.289	27.457
Equity Swaps sobre Acções Próprias	178.072	178.072	178.072
Licença de UMTS	25.457	-	-
	2.254.666	494.532	951.921
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.021.160	1.027.451	662.384
Empréstimos Obrigacionistas	3.102.105	5.440.067	5.089.936
Outros Empréstimos	159.225	-	454.316
Locação Financeira	104.711	83.998	47.744
Licença de UMTS	53.989	-	-
	4.441.190	6.551.516	6.254.380
<b>Dívida Financeira</b>	<b>6.695.856</b>	<b>7.046.048</b>	<b>7.206.301</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>13.713.103</b>	<b>14.840.493</b>	<b>15.169.932</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## xi. REN

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	53.775	53.322	52.925
Descobertos Bancários	41.023	45.312	36.727
Papel Comercial	445.128	397.407	256.222
Locação Financeira	1.100	1.415	1.260
	541.026	497.456	347.134
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	595.712	630.863	739.868
Papel Comercial	200.000	155.000	227.000
Empréstimos Obrigacionistas	500.000	922.899	942.039
Locação Financeira	2.818	2.558	1.743
	1.298.530	1.711.320	1.910.650
<b>Dívida Financeira</b>	<b>1.839.556</b>	<b>2.208.776</b>	<b>2.257.784</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>3.823.007</b>	<b>3.115.959</b>	<b>3.266.432</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## xii. Semapa

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	56.714	111.088	130.312
Empréstimos de Accionistas	6.161	10.638	19.298
Empréstimos Obrigacionistas	-	325.000	-
Outros Empréstimos	-	29	29
Locação Financeira	1.157	1.219	840
	64.032	447.974	150.479
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	218.603	220.402	383.318
Papel Comercial	92.750	59.350	80.600
Empréstimos Obrigacionistas	913.983	589.718	789.602
Outros Empréstimos	106	764	2.721
Locação Financeira	1.674	1.583	1.642
	1.227.116	871.817	1.257.883
<b>Dívida Financeira</b>	<b>1.291.148</b>	<b>1.319.791</b>	<b>1.408.362</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>3.280.478</b>	<b>3.373.459</b>	<b>3.569.650</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

**xiii. Sonae**

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	217.511	209.203	154.634
Descobertos Bancários	41.395	23.763	10.118
Empréstimos Obrigacionistas	99.931	64.849	89.500
Outros Empréstimos	5.405	7.936	5.279
Locação Financeira	5.829	7.803	4.933
	370.071	313.554	264.464
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	1.281.262	1.208.325	1.127.676
Empréstimos Obrigacionistas	1.684.214	1.671.134	1.651.984
Outros Empréstimos	22.275	35.171	33.823
Locação Financeira	28.702	29.357	26.468
	3.016.453	2.943.987	2.839.951
<b>Dívida Financeira</b>	<b>3.386.524</b>	<b>3.257.541</b>	<b>3.104.415</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>7.306.190</b>	<b>7.561.506</b>	<b>7.551.814</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>5.353.104</b>	<b>5.665.177</b>	<b>5.914.135</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

**xiv. Sonaecom**

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Descobertos Bancários	121	682	2.554
Papel Comercial	-	55.074	28.388
Contas Caucionadas	4.897	3.500	-
	5.018	59.256	30.942
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	189	558	431
Papel Comercial	232.887	150.021	85.302
Empréstimos Obrigacionistas	148.254	148.173	218.917
Suprimentos de Minoritários	387	388	388
	381.717	299.140	305.038
<b>Dívida Financeira</b>	<b>386.735</b>	<b>358.396</b>	<b>335.980</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>1.973.441</b>	<b>1.920.107</b>	<b>1.861.870</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>976.220</b>	<b>949.400</b>	<b>920.719</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.



xv. Sonae Indústria

	2008	2009	2010
<b>+Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	105.578	133.676	170.027
Empréstimos Obrigacionistas	80.000	-	-
Outros Empréstimos	302	304	80
Locação Financeira	3.535	3.920	4.468
	189.415	137.900	174.575
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	268.056	215.964	132.402
Empréstimos Obrigacionistas	302.148	301.913	301.064
Outros Empréstimos	148.419	91.940	93.307
Locação Financeira	47.950	43.726	43.540
	766.573	653.543	570.313
<b>Dívida Financeira</b>	<b>955.988</b>	<b>791.443</b>	<b>744.888</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>1.653.279</b>	<b>1.597.035</b>	<b>1.529.036</b>
<b>Volume de Negócios</b>	<b>1.769.053</b>	<b>1.282.883</b>	<b>1.292.557</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

xvi. ZON

	2008	2009	2010
<b>Dívida Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	22.070	15.000	11.376
Papel Comercial	260.000	113.712	30.000
Outros Empréstimos	495	-	-
Locação Financeira	34.495	33.704	51.201
Equity Swaps sobre Acções Próprias	-	84.123	-
	317.060	246.539	92.577
<b>Dívida Não Corrente</b>			
Empréstimos Bancários	16.750	96.535	150.138
Papel Comercial	285.000	430.000	475.000
Empréstimos Obrigacionistas	-	70.000	227.500
Locação Financeira	124.218	126.183	120.407
Equity Swaps sobre Acções Próprias	84.123	-	-
	510.091	722.718	973.045
<b>Dívida Financeira</b>	<b>827.151</b>	<b>969.257</b>	<b>1.065.622</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>1.323.095</b>	<b>1.479.183</b>	<b>1.650.712</b>

Fonte: Relatório e Contas Consolidadas do ano de 2009 e 2010. Valores expressos em milhares de euros.

## Anexo F: Variação da Estrutura de Financiamento de algumas Empresas

### do PSI-20

	Altri			Jerónimo Martins			Mota-Engil		
	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)
	08/09	09/10		08/09	09/10		08/09	09/10	
<b>Dívida Corrente</b>	-7.152	25.897	6,12	-183.849	94.722	8,23	257.719	-180.699	16,27
Empréstimos Bancários	-6.679	-17.186	-26,16	-112.040	13.417	-21,27	25.024	-130.227	-20,15
Descobertos Bancários	1.352	-2.415	7,01	-23.792	-13.892	-58,44	36.455	49.144	28,32
Papel Comercial	-83	45.376	26,68					-82.702	-68,47
Contas Caucionadas	-898	-397					34.948	36.796	52,01
Empréstimos Obrigacionistas	-844	519	-3,09				12.500	-23.721	-4,48
Outros Empréstimos			-2,23				28.006	-29.989	190,04
Locação Financeira				1.983	-3.446	-1,88			
<b>Dívida Não Corrente</b>	91.148	-74.799	1,88	17.028	-122.179	-6,93	244.222	-1.137.312	-23,32
Empréstimos Bancários	-102	-10.761	-3,62	-61.170	-22.741	-17,51	321.656	-1.223.190	-27,00
Papel Comercial	65.063	-35.878	18,41				-103.622	109.073	8,44
Contas Caucionadas	1.059	1.058					-1.290		-87,93
Empréstimos Obrigacionistas	25.128	-29.218	0,29	97.280	-89.899	2,98	19.000	-7.500	10,42
Outros Empréstimos			9,49				8.478	-15.518	1,16
Locação Financeira				-19.082	-9.539	-23,85			
<b>Dívida Financeira</b>	83.996	-48.902	2,37	-166.821	-27.457	-9,52	501.941	-1.318.011	-13,66
<b>Volume de Negócios (%)</b>	10,71	63,55		6,14	18,78		5,89	1,31	
	Sonae			Sonaecom			Sonae Indústria		
	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)	Δ Absoluta (m€)		Δ Média (%)
	08/09	09/10		08/09	09/10		08/09	09/10	
<b>Dívida Corrente</b>	-56.517	-49.090	-15,46	54.238	-28.314	516,54	-51.515	36.675	-0,30
Empréstimos Bancários	-8.308	-54.569	-14,95				28.098	36.351	26,90
Descobertos Bancários	-17.632	-13.645	-50,01	561	1.872	369,06			
Papel Comercial					-26.686	-48,45			
Contas Caucionadas				-1.397		-28,53			
Empréstimos Obrigacionistas	-35.082	24.651	1,45						
Outros Empréstimos	2.531	-2.657	6,67				2	-224	-36,51
Locação Financeira	1.974	-2.870	-1,46				385	548	12,44
<b>Dívida Não Corrente</b>	-72.466	-104.036	-2,97	-82.577	5.898	-9,83	-113.030	-83.230	-13,74
Empréstimos Bancários	-72.937	-80.649	-6,18	369	-127	86,24	-52.092	-83.562	-29,06
Papel Comercial				-82.866	-64.719	-39,36			
Contas Caucionadas									
Empréstimos Obrigacionistas	-13.080	-19.150	-0,96	-81	70.744	23,84	-235	-849	-0,18
Outros Empréstimos	12.896	-1.348	27,03				-56.479	1.367	-18,28
Locação Financeira	655	-2.889	-3,78				-4.224	-186	-4,62
Suprimentos de Minoritários				1	0	0,13			
<b>Dívida Financeira</b>	-128.983	-153.126	-4,25	-28.339	-22.416	-6,79	-164.545	-46.555	-11,55
<b>Volume de Negócios (%)</b>	5,83	4,40		-2,77	-2,95		-24,55	6,24	

Fonte: Elaboração Própria.

NOTA: m€ - Valores expressos em milhares de euros.